



**VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA**  
**EKONOMICKÁ FAKULTA**

KATEDRA FINANCÍ

Hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku a komparace v rafinérském průmyslu

Evaluation of Financial Performance of the Chosen Company and Comparison in the Refining  
Industry

Student:  
Vedoucí diplomové práce:

Bc. Barbara Jaššová  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2016

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student:

**Bc. Barbara Jaššová**

Studijní program:

N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor:

6202T010 Finance

Téma:

Hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku a komparace v  
rafinérském průmyslu

Evaluation of the Financial Performance of the Chosen Company and  
Comparison in the Refining Industry

Jazyk vypracování:

čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Metodika hodnocení finanční výkonnosti podniku a odvětví
  3. Analýza finanční výkonnosti podniku
  4. Komparace výsledků analýzy podniku s odvětvím
  5. Zhodnocení výsledků a doporučení
  6. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN: 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

PIKE, Richard and Bill NEALE. *Corporate Finance and Investment: Decisions & Strategies*. 4th ed. Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2003. 883 s. ISBN 0-273-65138-2.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

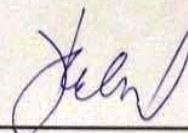
Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 20.11.2015

Datum odevzdání: 22.04.2016



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry

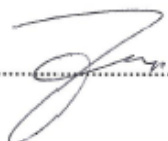


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty



„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 22.4.2016



.....

# Obsah

1	Úvod.....	6
2	Metodika hodnotenia finančnej výkonnosti podniku a odvetvia .....	8
2.1	Poňatie podniku a jeho výkonnosti .....	8
2.2	Prístupy k meraniu výkonnosti podniku .....	9
2.2.1	Účtovné ukazovatele výkonnosti .....	9
2.2.2	Ekonomické ukazovatele výkonnosti .....	9
2.2.3	Trhové ukazovatele výkonnosti .....	10
2.3	Finančná analýza vybraných ukazovateľov .....	10
2.3.1	Horizontálna a vertikálna analýza.....	11
2.3.2	Pomerová analýza .....	11
2.3.2.1	Ukazovatele rentability .....	11
2.3.2.2	Ukazovatele finančnej stability a zadlženosti.....	13
2.3.2.3	Ukazovatele aktivity .....	15
2.3.2.4	Ukazovatele likvidity .....	16
2.4	Súhrnné indexy hodnotenia finančnej úrovne.....	17
2.4.1	Altmanov model .....	18
2.4.2	Kralickov Quick – Test.....	19
2.4.3	Index IN05 .....	20
2.5	EVA ako meradlo finančnej výkonnosti .....	21
2.5.1	Výpočet ukazovateľa EVA .....	21
2.5.2	Stanovenie nákladov kapitálu .....	23
2.6	Pyramídový rozklad finančných ukazovateľov.....	27
2.6.1	Metódy analýzy odchýlok.....	27
2.6.1.1	Aditívna väzba .....	28
2.6.1.2	Multiplikatívna väzba .....	28
2.7	Citlivostná analýza .....	31

3	Analýza finančnej výkonnosti podniku.....	32
3.1	Charakteristika spoločnosti Slovnaft, a.s. ....	32
3.1.1	História spoločnosti Slovnaft, a.s. ....	32
3.1.2	Predmet činnosti .....	33
3.1.3	Vlastnícka štruktúra .....	34
3.2	Horizontálna a vertikálna analýza účtovných výkazov.....	34
3.2.1	Horizontálna analýza rozvahy .....	34
3.2.1.1	Horizontálna analýza aktív .....	35
3.2.1.2	Horizontálna analýza pasív .....	36
3.2.2	Horizontálna analýza výkazu ziskov a strát.....	37
3.2.3	Vertikálna analýza rozvahy .....	39
3.2.3.1	Vertikálna analýza aktív .....	39
3.2.3.2	Vertikálna analýza pasív .....	40
3.2.4	Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát.....	41
3.2.5	Vertikálne - horizontálna analýza .....	41
3.3	Finančná analýza pomerových ukazovateľov .....	43
3.3.1	Ukazovatele rentability .....	43
3.3.2	Ukazovatele zadlženosti a finančnej stability .....	45
3.3.3	Ukazovatele aktivity .....	47
3.3.4	Ukazovatele likvidity .....	48
3.4	Súhrnné indexy hodnotenia finančnej úrovne.....	49
3.4.1	Altmanov model .....	50
3.4.2	Kralickov Quick – test .....	51
3.4.3	Index IN05 .....	52
3.5	Stanovenie nákladov kapitálu .....	53
3.6	Stanovenie ekonomickej pridanej hodnoty – ukazovateľ a EVA .....	55
3.7	Pyramídové rozklady ukazovateľ a EVA.....	57

3.7.1	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA pomocou funkcionálnej metódy	57
3.7.2	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA pomocou integrálnej metódy .....	59
3.8	Citlivostná analýza vplyvov .....	61
4	Komparácia výsledkov analýzy podniku s odvetvím .....	65
4.1	Porovnanie vybraných ukazovateľov rentability .....	65
4.2	Porovnanie vybraných ukazovateľov zadlženosti .....	66
4.3	Porovnanie ukazovateľov likvidity .....	68
4.4	Porovnanie ukazovateľa EVA .....	69
5	Zhodnotenie výsledkov a odporúčanie .....	71
6	Záver .....	76
	Zoznam použitej literatúry .....	78
	Zoznam skratiek .....	80
	Prohlásení o využití výsledků diplomové práce	
	Zoznam príloh	
	Prílohy	



# 1 Úvod

Predpokladom úspešného podnikania je sledovanie výkonnosti podniku. Každý podnik, ktorý má záujem dosahovať vyššiu konkurencieschopnosť, by mal mať jasne definované podnikové ciele a postupy k ich dosiahnutiu. Úspešnosť spoločnosti, a teda jej výkonnosť, tak býva odrazom schopnosti dosahovania požadovaných výsledkov počas určitého obdobia. Prístupy k meraniu finančnej výkonnosti prešli značným vývojom, a za hlavný cieľ podnikania sa už nepovažuje maximalizácia zisku, ale maximalizácia hodnoty spoločnosti, pričom k jedným z najdôležitejších moderných nástrojov merania patrí ukazovateľ EVA.

Cieľom diplomovej práce je zhodnotenie finančnej výkonnosti vybraného podniku, ktorý predstavuje spoločnosť Slovnaft, a.s. a komparácia v rafinérskom odvetví v rokoch 2010 – 2014.

Diplomová práca sa skladá zo šiestich kapitol, vrátane úvodu a záveru. Druhá kapitola je teoretického charakteru a začína samotným poňatím podniku a jeho výkonnosti spolu s vymedzením rôznych prístupov k jej meraniu. Následne je popísaná finančná analýza vybraných ukazovateľov, do ktorej spadá analýza horizontálna, analýza vertikálna a v neposlednom rade aj pomerová analýza. Finančná úroveň je hodnotená aj pomocou súhrnných indexov, ktoré sú bližšie špecifikované v nasledujúcej časti druhej kapitoly. Po ich vymedzení nadväzuje popis ukazovateľa EVA ako meradla finančnej výkonnosti. V závere tejto kapitoly je charakterizovaný proces pyramídového rozkladu finančných ukazovateľov pomocou jednotlivých odchýlok spolu s citlivosťou analýzou.

V tretej kapitole diplomovej práce sú aplikované teoretické poznatky z predchádzajúcej kapitoly, pričom na začiatku je spoločnosť Slovnaft, a.s. charakterizovaná. Následne je prevedená horizontálna a vertikálna analýza účtovných výkazov, konkrétne rozvahy a výkazu zisku a strát, vrátane finančnej analýzy pomerových ukazovateľov. Hodnotenie finančnej úrovne je ďalej prevedené na základe aplikácie vybraných súhrnných modelov. Stanovenie nákladov kapitálu je nevyhnutným krokom pre výpočet ukazovateľa EVA, ktorý je následne pyramídovo rozložený pomocou dvoch metód – metódy funkcionálnej a metódy integrálnej. V neposlednom rade je taktiež prevedená citlivosť analýza vplyvov pomocou oboch vybraných metód.

Predmetom štvrtej kapitoly je komparácia výsledkov analýzy podniku s odvetvím, v ktorom pôsobí. Porovnané sú vybrané finančné ukazovatele spolu s ukazovateľom EVA.

Piata kapitola je zameraná na zhodnotenie získaných výsledkov spoločnosti Slovnaft, a.s. s následným odporúčaním.

## **2 Metodika hodnotenia finančnej výkonnosti podniku a odvetvia**

Začiatok druhej kapitoly je zameraný na poňatie výkonnosti podniku a prístupov, pomocou ktorých je táto výkonnosť hodnotená. Následne je teoreticky vymedzená finančná analýza vybraných ukazovateľov, a to analýza horizontálna, vertikálna i pomerová. Charakterizované sú súhrnné indexy hodnotenia finančnej úrovne, ekonomická pridaná hodnota, výpočet tohto ukazovateľa a proces stanovenia nákladov na kapitál. V závere druhej kapitoly je popísaný pyramídový rozklad finančných ukazovateľov spolu s citlivosťou analýzou.

### **2.1 Poňatie podniku a jeho výkonnosti**

Podnik býva chápaný ako základná jednotka, v ktorej prebiehajú ekonomické procesy a v ktorej sú tieto procesy aj cielene riadené. Podnik je vždy súčasťou širšieho ekonomického, resp. spoločenského prostredia, ktoré vytvára podmienky pre fungovanie podniku a značne ovplyvňuje procesy v každom z nich. K tvorbe tohto prostredia však významne prispieva aj samotný podnik, ktorý ho zároveň dotvára a ovplyvňuje jeho charakteristiky.

Záujem o uspokojenie potrieb (t.j. tvorba výkonov, po ktorých je dopyt) a záujem o zhodnotenie vložených prostriedkov spolu s dosiahnutím zisku sú dva hlavné záujmy, ktoré sa v podniku stretávajú. Dôležitá je pri tom ich vzájomná podmienenosť – dosiahnutie zisku je možné vďaka výkonom, ktoré vyhovujú dopytu a uspokojenie dopytu je dosahované pomocou zamerania sa na tvorbu zisku ako cieľovej kategórie. S rozvojom ekonomického systému a trhového prostredia je však orientácia na veličinu zisku vystriedaná inými veličinami. K nim patria ukazovatele merajúce zvýšenie hodnoty investovaného kapitálu nad úroveň danou podmienkami (ukazovateľ EVA, MVA), peňažné charakteristiky výkonnosti (ukazovateľ CFROI), či veličina trhovej hodnoty firmy. Všetky tieto ukazovatele dopĺňujú kategóriu zisku o prvky, ktoré odrážajú spoločenský charakter procesov a spoločenskú podmienenosť jeho tvorby. V zvyšovaní trhovej hodnoty podniku je zahrnuté aj to, ako je vnímané jeho postavenie v dynamickom prostredí, ako si toto miesto upevňuje a ako sa osvedčuje v stále silnejšej konkurencii. [3]

Úspešný podnik by mal popri všetkých svojich činnostiach zvládať najmä zameranie sa na celkovú efektívnosť podnikových procesov s hlavným cieľom, ktorý spočíva v zvyšovaní podnikovej výkonnosti. [5]

## 2.2 Prístupy k meraniu výkonnosti podniku

Meranie výkonnosti je nesmierne dôležité pre každý podnik, ktorý chce byť úspešný a má záujem dosahovať vyššiu konkurencieschopnosť. Prístupy k meraniu výkonnosti podniku sú v neustálom vývoji, a postupne prechádzajú od tradičných ukazovateľov k ukazovateľom moderným. Na základe vplyvu pôsobenia finančných trhov a taktiež aj miery prechodu od účtovných k trhovým kategóriám sú ukazovatele merania výkonnosti delené do troch skupín: na účtovné, ekonomické a trhové ukazovatele. [1]

### 2.2.1 Účtovné ukazovatele výkonnosti

Účtovné, nazývané aj tradičné ukazovatele výkonnosti, patria k najpoužívanejším ukazovateľom. Už ich názov naznačuje, že vychádzajú z účtovných dát a hoci je ich vypovedacia schopnosť a možnosť využitia vysoká, nezohľadňujú časovú hodnotu peňazí, vplyv inflácie či rizika. Problémom je aj fakt, že sú založené na účtovnej definícii zisku, ktorá málokedy vyjadruje schopnosť generovať peňažné prostriedky. Medzi účtovné ukazovatele sa radí napr. čistý zisk, zisk pred úrokmi a zdanením, zisk pred úhradou úrokov, daní a odpisov, zisk na akciu, či ukazovatele rentability, ktoré sú charakterizované v podkapitole zameranej na pomerovú analýzu. [4]

### 2.2.2 Ekonomické ukazovatele výkonnosti

Rozdiel medzi účtovnými a ekonomickými ukazovateľmi výkonnosti spočíva v tom, že ekonomické ukazovatele zohľadňujú náklady na investovaný kapitál a pri ich výpočte sa berie do úvahy faktor rizika spolu s časovým horizontom. K najvýznamnejším kritériám patrí ukazovateľ čistej súčasnej hodnoty, ukazovateľ CF z investícií a ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty, ktorý je bližšie špecifikovaný v Podkapitole 2.5.

**Čistá súčasná hodnota** (Net Present Value, NPV) patrí k najvhodnejším a najpoužívanejším ukazovateľom tvorby hodnoty. Zahŕňa v sebe celú dobu životnosti projektu, aj možnosť investovania do iného rovnako rizikového projektu. Jej nevýhodou je fakt, že voľné finančné toky musia byť odhadnuté na niekoľko budúcich období.

**Ukazovateľ CF z investícií** (Cash flow Return on Investment, CFROI) predstavuje komplexné meradlo výkonnosti podniku. Jeho podstata vychádza z konceptu vnútorného výnosového percenta, ktoré porovnáva s priemernými nákladmi na kapitál. Spoločnosť vytvára hodnotu v situácii, keď je ukazovateľ CFROI väčší než priemerné náklady na kapitál.

### 2.2.3 Trhové ukazovatele výkonnosti

Výkonnosť podniku je pomocou trhových ukazovateľov hodnotená z pohľadu trhu. Ukazovatele sú veľmi ovplyvňované vývojom akciového trhu a k hlavným ukazovateľom patrí ukazovateľ trhovej pridanej hodnoty a ukazovateľ trhového výnosu akciového kapitálu.

**Hodnota pridaná trhom** (Market Value Added, MVA) sa považuje za najpresnejšie meradlo bohatstva, ktorý podnik vytvoril. MVA meria rozdiel medzi trhovou hodnotou podniku a hodnotou investovaného kapitálu. Akcionárska hodnota je podnikom vytváraná, ak celková trhovú hodnotu prevyšuje množstvo kapitálu investovaného do spoločnosti.

**Trhový výnos akciového kapitálu** (Total Shareholder Return, TSR) reprezentuje trhovú výnosnosť vlastníkov v strednom a dlhom období. Predstavuje výnos, ktorý akcionári obdržia z nákupu akcií. Slabou stránkou je, že ukazovateľ býva kalkulovaný pre príliš krátke obdobie a navyše je ovplyvnený kolísavosťou trhu. [4]

## 2.3 Finančná analýza vybraných ukazovateľov

Pomocou finančnej analýzy je možné získať určitý obraz o celkovom hospodárení podniku a taktiež aj prehľad o jeho majetkovej, či finančnej situácii.

Hlavnými cieľmi finančnej analýzy je zistiť finančné zdravie podniku, určiť slabiny, z ktorých ústia problémy a stanoviť silné stránky. Finančné zdravie podniku predstavuje uspokojivú finančnú situáciu podniku. Za finančne zdravý podnik je považovaný ten, ktorý trvale dosahuje ziskovosť žiadanú investormi v rámci výšky rizika, s ktorým je druh podnikania spojený. Základom je, aby finančne zdravý podnik vytváral dlhodobý zisk, čiže previs výnosov nad nákladmi.

Diagnóza základných charakteristík finančnej situácie, hlbší rozbor príčin zisteného stavu, identifikácia hlavných faktorov nežiaduceho vývoja spolu s návrhom opatrení, sú tri na seba nadväzujúce fázy, do ktorých možno finančnú analýzu rozdeliť.

V rámci finančnej analýzy sa vyskytuje viacero metód, ktoré bývajú rôzne členené. Medzi základné členenie možno považovať rozdelenie na metódy deterministické a matematicko-štatistické. Deterministické metódy sa využívajú predovšetkým pre analýzu odchýlok a vývoja za kratšie časové obdobie. Matematicko-štatistické metódy naopak vychádzajú z dlhších časových údajov a slúžia k posúdeniu determinantov vývoja a k určeniu kauzálnych väzieb. [7]

### 2.3.1 Horizontálna a vertikálna analýza

**Horizontálna analýza** slúži k posúdeniu časových zmien ukazovateľov. Na základe tejto analýzy je tak možné detailne skúmať priebeh zmien a odhadovať dlhodobé trendy významných položiek. Pri interpretácii zmien sa musia brať do úvahy zmeny absolútne aj relatívne,

$$\text{absolútna zmena} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.1)$$

$$\text{relatívna zmena} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

pričom  $U_t$  vyjadruje hodnotu ukazovateľa,  $t$  je bežný rok a  $t-1$  je rok predchádzajúci.

K znázorneniu podielu a významu jednotlivých položiek vo vybranom absolútnom ukazovateľovi slúži **vertikálna analýza**,

$$\text{podiel na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde  $U_i$  predstavuje hodnotu jednotlivého ukazovateľa,  $\sum U_i$  je veľkosť absolútneho ukazovateľa.

**Vertikálne - horizontálna analýza** vytvára prehľad o zmenách celkových ukazovateľov a ich čiastkových zložiek v čase, a taktiež o ich štruktúre, a následne, či je táto zmena pre podnik priaznivá alebo nepriaznivá.

### 2.3.2 Pomerová analýza

Najpoužívanjšou metódou v praxi je pomerová analýza. Táto analýza vychádza z účtovných výkazov, a to konkrétne z rozvahy a výkazu zisku a strát. Systém finančného riadenia zachytáva zložité a často i protichodné procesy, preto je užitočné pre lepšiu orientáciu systém pomerových ukazovateľov rozdeliť do niekoľkých základných oblastí. Za hlavné oblasti sú považované ukazovatele rentability, ukazovatele finančnej stability a zadlženosti, ukazovatele aktivity a ukazovatele likvidity. [1]

#### 2.3.2.1 Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability dávajú do pomeru zisk dosiahnutý podnikaním s objemom zdrojov podniku. Ich úlohou je vyhodnotiť úspešnosť dosahovania cieľov spoločnosti pri zohľadnení vložených prostriedkov.

**Ukazovateľ rentability celkového kapitálu** označovaný tiež ako ROA (Return on Assets) konfrontuje výsledok podnikateľskej činnosti s objemom vloženého kapitálu. Vypovedá o zhodnotení celkového kapitálu, ktorý spoločnosť využívala na podnikanie. Býva vyjadrený ako:

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4)$$

kde *EBIT* predstavuje zisk pred zdanením a úrokmi a *A* sú aktíva podniku.

**Rentabilita vlastného imania**, teda výnosnosť vlastného kapitálu predstavuje veľmi dôležitý ukazovateľ. Jeho hodnota vypovedá o výške zhodnotenia vlastného kapitálu. Dynamika zhodnotenia vlastného kapitálu by mala byť vyššia ako dynamika zhodnotenia celkového kapitálu. Tento ukazovateľ je známy pod skratkou ROE (Return of Equity) a ráta sa pomocou vzorca:

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.5)$$

kde *EAT* vyjadruje zisk po zdanení a *VK* vlastný kapitál.

**Rentabilita investovaného kapitálu** vyjadruje efekt z dlhodobých investícií. Meria všeobecnú efektívnosť vloženého kapitálu bez ohľadu na to, odkiaľ kapitál pochádza. Ukazovateľ hodnotí význam dlhodobého investovania na základe určenia výnosnosti vlastného kapitálu spojeného s dlhodobými zdrojmi. Je často využívaný k medzipodnikovému porovnaniu a je vyjadrený ako:

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CK_{dlhodobý}}, \quad (2.6)$$

pričom *EBIT* predstavuje zisk pred odčítaním úrokov a daní, *VK* vlastný kapitál a *CK<sub>dlhodobý</sub>* cudzí kapitál dlhodobý.

**Ukazovateľ rentability tržieb** meria zisk k objemu podnikovej činnosti. Vypovedá o výške čistého zisku, ktorý pripadá na jedno euro tržieb. Meria tak zhodnotenie spotrebovaných výrobných činiteľov. Jeho výšku je možné určiť podľa vzťahu:

$$ROS = \frac{EAT}{T}, \quad (2.7)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *T* sú tržby podniku.

**Rentabilita nákladov** predstavuje doplnkový ukazovateľ k rentabilite tržieb a udáva, koľko Eur čistého zisku získa podnik vložením jedného eura celkových nákladov. Čím je hodnota ukazovateľa nižšia, tým lepšie má podnik hospodársky výsledok, pretože jedno euro



tržieb dokázal vytvoriť s nižšími nákladmi. Ukazovateľ rentability nákladov sa spočíta podľa rovnice:

$$ROC = \frac{EAT}{\text{celkové náklady}}, \quad (2.8)$$

pričom *EAT* vyjadruje čistý zisk spoločnosti.

### 2.3.2.2 Ukazovatele finančnej stability a zadlženosti

Ukazovatele finančnej stability popisujú mieru zaistenia rovnováhy medzi spôsobom financovania a alokáciou finančných prostriedkov do majetku. Pomocou merania finančnej stability je možné odhadovať budúci vývoj podniku.

**Podiel vlastného kapitálu na aktívach** charakterizuje dlhodobú finančnú stabilitu a udáva, do akej miery je podnik schopný kryť svoj majetok vlastnými zdrojmi a ako vysoká je jeho finančná samostatnosť. Zvyšovanie tohto ukazovateľa znamená upevňovanie finančnej stability a má tvar:

$$\text{Podiel VK na A} = \frac{VK}{A}, \quad (2.9)$$

kde *VK* predstavuje vlastný kapitál a *A* sa rovná aktívam podniku.

Dlhodobý kapitál sa skladá z vlastného kapitálu a z cudzieho kapitálu dlhodobého, stále aktíva sa skladajú z dlhodobého hmotného a nehmotného majetku firmy a mali by byť kryté dlhodobými zdrojmi. Čím vyššie sú oba ukazovatele, tým lepšia je finančná stabilita firmy. **Stupeň krytia stálych aktív** by mal dosahovať aspoň 100 %, tzn., že všetky stále aktíva by mali byť kryté dlhodobým majetkom. Pre jeho výpočet je vhodné použiť nasledujúci vzorec:

$$\text{Stupeň krytia stálych aktív} = \frac{\text{dlhodobý kapitál}}{\text{stále aktíva}}. \quad (2.10)$$

**Majetkový koeficient**, označovaný aj ako finančná páka, je ukazovateľ podielu celkových aktív a vlastného kapitálu. Ukazovateľ vyjadruje, koľko Eur majetku pripadá na jedno euro vlastných zdrojov.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celkové aktíva}}{\text{vlastný kapitál}} \quad (2.11)$$

Ukazovatele zadlženosti udávajú vzťah medzi cudzími zdrojmi a vlastným kapitálom, alebo ich zložkami. Vypovedajú o tom, koľko majetku podniku je financovaného cudzím

kapitálom. Tieto ukazovatele zaujímajú najviac investorov a poskytovateľov dlhodobých úverov.

**Ukazovateľ celkovej zadlženosti** predstavuje podiel celkových dlhov k celkovým aktívam a meria podiel veriteľov na celkovom kapitále, z ktorého je financovaný majetok firmy. Čím vyššia je hodnota ukazovateľa, tým vyššie je riziko veriteľov. Tento ukazovateľ má význam najviac pre dlhodobých veriteľov, výpočet prebieha pomocou vzorca:

$$\text{Celková zadlženosť} = \frac{CK}{A}, \quad (2.12)$$

kde  $CK$  vyjadruje cudzí kapitál a  $A$  aktíva podniku.

**Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu** vypovedá o tom, koľko Eur cudzieho kapitálu pripadá na jedno euro vlastného kapitálu, pričom hodnoty stabilnej spoločnosti by sa mali pohybovať v intervale od 80 % do 120 %.

$$\text{Zadlženosť VK} = \frac{CK}{VK}, \quad (2.13)$$

pričom  $CK$  predstavuje cudzí kapitál a  $VK$  kapitál vlastný.

**Ukazovateľ úrokového krytia** informuje koľkokrát je zisk vyšší ako nákladové úroky. Hodnota by mala byť minimálne 1, čo znamená, že podnik je schopný zo zisku platiť úroky. Medzi vlastníkov v tomto prípade nebude rozdelený žiaden zisk. Ak je hodnota nižšia ako 1, podniku hrozia existenčné problémy. Za optimálnu sa považuje hodnota 3 a viac. Ukazovateľ sa vypočíta pomocou vzorca:

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}, \quad (2.14)$$

kde  $EBIT$  predstavuje zisk pred odčítaním úrokov a daní.

**Ukazovateľ úrokového zaťaženia** zobrazuje inverznú hodnotu predchádzajúceho ukazovateľa a vyjadruje, akú časť z vytvoreného zisku odčerpávajú úroky. Ak podnik vykazuje nízke hodnoty tohto ukazovateľa, môže si dovoliť vyššie zapojenie podielu cudzích zdrojov.

$$\text{Úrokové zaťaženie} = \frac{\text{nákladové úroky}}{EBIT}, \quad (2.15)$$

kde  $EBIT$  vyjadruje zisk pred zdanením a úrokmi.

### 2.3.2.3 Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity predstavujú relatívnu viazanosť kapitálu v jednotlivých formách aktív. Medzi najdôležitejšie ukazovatele patrí obrátka celkových aktív, doba obratu aktív, doba obratu zásob, doba obratu pohľadávok a doba obratu záväzkov.

**Obrátka celkových aktív** udáva počet obrátok aktív za určitý časový interval. Ak je zistená obratovosť nižšia ako priemer v odbore, znamená to, že spoločnosť by mala buď časť aktív odpredať, alebo ich začať efektívnejšie využívať a zvýšiť tak tržby. Ukazovateľ je vyjadrený vzťahom :

$$\text{Obrátka celkových aktív} = \frac{\text{ročné tržby}}{A}, \quad (2.16)$$

kde  $A$  predstavujú celkové aktíva podniku.

**Doba obratu celkových aktív** vyjadruje, koľko dní trvá premena celkových aktív na tržby. Hodnota je určená obratom fixného a pracovného kapitálu a čím je podiel fixných aktív vyšší, tým je vyššia aj hodnota ukazovateľa. Najviac pozitívna je však čo najkratšia doba obratu a je určená rovnicou:

$$\text{Doba obratu aktív(dni)} = \frac{A \cdot 360}{\text{tržby}}, \quad (2.17)$$

pričom  $A$  sú celkové aktíva podniku.

**Doba obratu zásob** charakterizuje úroveň bežného prevádzkového riadenia a vyjadruje, ako dlho sú obežné aktíva viazané vo forme zásob. Ukazovateľ je citlivý na zmeny v dynamike výkonov a vypočíta sa na základe vzorca:

$$\text{Doba obratu zásob(dni)} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.18)$$

**Doba obratu pohľadávok** vyjadruje počet dní, po ktoré sú odberatelia podniku dlžní. Ukazovateľ sa vypočíta ako pomer priemerného stavu pohľadávok a denných tržieb. Hodnota by nemala prekročiť dobu splatnosti pohľadávok, ktorú podnik stanovil v obchodných podmienkach. V rôznych štátoch môžu byť markantné rozdiely v hodnote tohto ukazovateľa.

$$\text{Doba obratu pohľadávok(dni)} = \frac{\text{pohľadávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.19)$$

**Doba obratu záväzkov** je vyjadrením platobnej morálky skúmaného podniku voči dodávateľom. Predstavuje dobu, po ktorú firma odkladá platbu faktúr svojim dodávateľom.

$$\text{Doba obratu záväzkov} = \frac{\text{záväzky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.20)$$

Vo všeobecnosti by malo platiť, že doba obratu záväzkov je vyššia ako doba obratu pohľadávok. Toto pravidlo sa označuje ako pravidlo solventnosti a ak nie je dodržané, môže sa stať, že podnik nebude mať dostatok finančných prostriedkov a dôjde k platobnej neschopnosti. [7]

#### 2.3.2.4 Ukazovatele likvidity

Ukazovatele likvidity vypovedajú o platobnej schopnosti spoločnosti. Informujú o schopnosti spoločnosti hrať krátkodobé záväzky pomocou likvidných prostriedkov. Jednotlivé ukazovatele sa líšia tým, čo je považované za likvidné prostriedky. V krátkodobých aktívach existujú položky s rôznou dobou speňažiteľnosti. Dôležité je tiež spomenúť, že istá časť týchto položiek musí byť zachovaná, aby spoločnosť mohla pokračovať vo výrobe.

**Ukazovateľ celkovej likvidity** sa používa pre bežnú orientáciu o platobnej pohotovosti podniku. Porovnáva sa obežný majetok so splatnými, prípadne v najbližšej dobe splatnými záväzkami k určitému dňu. Čím vyššia je hodnota ukazovateľa, tým je obecné pravdepodobnejšie zachovanie platobnej schopnosti podniku. Táto charakteristika však plne nevystihuje situáciu, lebo jej vypovedacia schopnosť je ďalej závislá na štruktúre obežných prostriedkov, likvidnosti jednotlivých druhov obežných prostriedkov a rovnako aj type odvetvia. Odporúčaná hodnota je v rozsahu 1,5 – 2,5. Celkovú likviditu je možné vyjadriť pomocou vzťahu:

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{\text{krátkodobé záväzky}}, \quad (2.21)$$

kde  $OA$  predstavujú obežné aktíva.

**Ukazovateľ pohotovej likvidity** je svojou vypovedacou schopnosťou určený pre podporu rozhodovania, či poskytnúť podniku krátkodobý úver alebo nie. Charakterizuje schopnosť podniku kryť svojimi pohľadávkami a peňažnými prostriedkami svoje bežné potreby a krátkodobé dlhy (napr. splátky krátkodobých úverov). Odporúčaná hodnota je v rozmedzí 1,0 – 1,5 a výpočet prebieha pomocou vzorca:

$$\text{Pohotovú likviditu} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé záväzky}}, \quad (2.22)$$

pričom  $OA$  vyjadrujú obežné aktíva.

Z krátkodobého hľadiska je najpresnejším ukazovateľom **okamžitá likvidita**, ktorá vyjadruje schopnosť uhradiť svoje záväzky k danému okamihu. Medzi pohotovú platobnú

prostriedky sa radia peňažné prostriedky v hotovosti, na bankových účtoch a šeky. Likvidita je zaručená pri hodnote ukazovateľa 0,2 a má nasledujúci tvar:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{KFM}{\text{krátkodobé záväzky}}, \quad (2.23)$$

pričom *KFM* predstavuje krátkodobý finančný majetok.

**Čistý pracovný kapitál** je rozdielovým ukazovateľom likvidity a zohľadňuje spôsob financovania obežného majetku. V prípade, že je vypočítaná hodnota kladná, znamená to, že určitá časť obežných aktív je financovaná z dlhodobých zdrojov. Z dlhodobého pohľadu sa čistý pracovný kapitál rovná rozdielu dlhodobých zdrojov a stálych aktív, krátkodobý čistý kapitál je stanovený ako:

$$\text{ČPK} = OA - \text{krátkodobé záväzky}, \quad (2.24)$$

kde *ČPK* predstavuje čistý pracovný kapitál a *OA* sú obežné aktíva.

## 2.4 Súhrnné indexy hodnotenia finančnej úrovne

Okrem jednotlivých skupín pomerových ukazovateľov sa k hodnoteniu finančnej úrovne podniku využívajú tzv. súhrnné indexy hodnotenia finančnej pozície. Cieľom týchto modelov je predpovedať možný budúci vývoj podniku a vyjadriť jeho finančnú situáciu a výkonnosť jedným číslom.

Pričina ich vzniku bola podmienená snahou o včasné identifikovanie dôvodov nestability podniku, ktoré môžu napovedať neskorší úpadok podniku. Predikčné modely hodnotenia finančnej úrovne sa delia do dvoch hlavných skupín – na modely bankrotné a bonitné. [1]

**Bankrotné (predikčné) modely** podávajú podniku informáciu o tom, či mu hrozí v najbližších rokoch bankrot. Tieto modely vychádzajú z toho, že niekoľko rokov pred úpadkom dochádza k určitým anomáliám, ktoré sa môžu prejaviť napr. v odlišnej úrovni, variabilite, alebo v rozličnom vývoji niektorých ukazovateľov oproti prosperujúcim podnikom.

**Bonitné (ratingové) modely** slúžia predovšetkým k diagnostike, či sa skúmaný subjekt radí medzi dobré alebo zlé podniky. Bonitné modely tak umožňujú komparáciu skúmaného podniku s inými podnikmi, ktoré pôsobia v rovnakom odvetví. [5]

Pre potreby tejto práce bude v nasledujúcich podkapitolách bližšie popísaný práve jeden zástupca bankrotových modelov – Altmanov model, jeden zástupca ratingových modelov – Kralickov Quick-Test a jeden zástupca bonitno-bankrotových modelov – Index IN05.

#### 2.4.1 Altmanov model

Altmanov model, nazývaný i Z – score, vychádza z diskriminačnej analýzy a jeho cieľom je odlíšiť bankrotujúce podniky od podnikov prosperujúcich. Profesor Altman použil pri skonštruovaní tohto modelu údaje 66 zbankrotovaných i nezbankrotovaných výrobných podnikov. Následne bolo z tejto analýzy vybraných päť ukazovateľov, ktoré sa spoločne v predpovedaní bankrotu ukázali ako najlepšie. Po prevedení ďalších štatistických výpočtov a určení váh jednotlivých premenných bola určená rovnica modelu pre firmy s verejne obchodovateľnými akciami ako:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5, \quad (2.25)$$

kde  $X_1$  predstavuje podiel pracovného kapitálu k celkovým aktívam,  $X_2$  je nerozdelený zisk/ aktíva celkom,  $X_3$  znamená EBIT/celkové aktíva,  $X_4$  je trhovú cenu akcií/celkové záväzky a  $X_5$  predstavuje podiel tržieb na celkových aktívach.

Minimálnu pravdepodobnosť podniku majú tie, ktorých výsledok z modelu Z – score je vyššia než 2,99. Naopak, ak je Z–score menšie ako 1,81, hrozí podniku vysoká pravdepodobnosť bankrotu a taktiež signalizuje veľké finančné problémy. V tzv. šedej zóne nevyhranených výsledkov sa nachádzajú podniky s výslednou hodnotou v intervale od 1,81 do 2,99.

Pre tie podniky, ktoré nie sú neobchodovateľné na trhu zostavil profesor Altman obdobnú rovnicu určenú vzťahom:

$$Z = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5, \quad (2.26)$$

pričom ukazovatele  $X_1$  až  $X_4$  majú rovnakú vypovedaciu schopnosť ako vo vzorci (2.25), len premenná  $X_5$  predstavuje podiel účtovnej hodnoty vlastného kapitálu k celkovým dlhom spoločnosti.

V tomto prípade podniky s minimálnou pravdepodobnosťou bankrotu vykazujú hodnoty nad 2,90. Hodnoty v intervale od 1,20 do 2,90 predstavujú pre podnik pásmo šedej zóny a ak

podnik nadobudne hodnotu nižšiu než 1,20, predstavuje to pre neho vysokú pravdepodobnosť bankrotu.

Z predchádzajúceho vývoja Altmanových modelov a z reakcií na hospodársku krízu boli v roku 2010 vyvinuté tzv. Z – metrics modely. Tieto modely sú určené ako pre ročnú, tak pre päťročnú predikciu a hodnota kreditného skóre podniku sa určí ako:

$$CS_i = \alpha + \sum \beta_j \cdot X_{i,j}, \quad (2.27)$$

kde  $\alpha$  predstavuje úrovnňovú konštantu,  $CS_i$  je hodnota kreditného (ratingového) skóre podniku  $i$ ,  $\beta_j$  je koeficient  $j$ -tej premennej a  $X_{i,j}$  je hodnota  $j$ -tej premennej  $i$ -tého podniku.

Na základe tohto modelu je možné priamo určiť pravdepodobnosť úpadku  $PD_i$  podniku:

$$PD_i = \frac{1}{1 + \exp(-CS)}. \quad (2.28)$$

#### 2.4.2 Kralickov Quick – Test

Tento zástupca bonitných modelov poskytuje možnosť rýchlo ohodnotiť analyzovaný podnik a má pomerne vysokú vypovedaciu schopnosť. V snahe zaistiť vyváženosť ukazovateľa sú v ňom použité ukazovatele zo štyroch základných oblastí analýzy (t.j. zo stability, likvidity, rentability a výsledku hospodárenia). Ukazovateľmi Kralickovho – Quick Testu sú:

$$R1 = \frac{VK}{A}, \quad (2.29)$$

$$R2 = \frac{CZ - KFM}{\text{Prevádzkový CF}}, \quad (2.30)$$

$$R3 = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.31)$$

$$R4 = \frac{\text{Prevádzkový CF}}{\text{Prevádzkové výnosy}}, \quad (2.32)$$

pričom  $VK$  predstavuje vlastný kapitál,  $A$  sú celkové aktíva,  $CZ$  sú cudzie zdroje,  $KFM$  vyjadruje krátkodobý finančný majetok a  $EBIT$  je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi.



**Tab.2.1 Bodovanie ukazovateľov Kralickovho Quick - Testu**

Ukazovateľ	0 bodov	1 bod	2 body	3 body	4 body
<b>R1</b>	0,0 a menej	0,0-0,1	0,1-0,2	0,2-0,3	0,3 a viac
<b>R2</b>	30 a viac	12-30	5-12	3-5	3 a menej
<b>R3</b>	0,0 a menej	0,0-0,08	0,08-0,12	0,12-0,15	0,15 a viac
<b>R4</b>	0,0 a menej	0,0-0,05	0,05-0,08	0,08-0,1	0,1 a viac

Na základe bodového hodnotenia z Tab.2.1 sa následne ukazovatele oklasifikujú a výsledná známka sa aritmeticky spriemeruje. Celkové hodnotenie podniku je potom prevedené v troch krokoch, pričom prvá fáza hodnotí finančnú stabilitu podniku (FS), druhá výnosovú situáciu (VS) a posledná fáza hodnotí finančnú situáciu podniku ako celku (CFSP).

$$FS = \frac{R1+R2}{2}, \quad (2.33)$$

$$VS = \frac{R3+R4}{2}, \quad (2.34)$$

$$CFSP = \frac{FS+VS}{2}. \quad (2.35)$$

Ak je hodnota Kralickovho Quick – Testu vyššia ako 3 body, znamená to pre podnik, že je dostatočne bonitný, teda spoľahlivý. V zlej situácii sa podnik nachádza, ak je výsledná hodnota menšia než 1 a ak sa výsledok Kralickovho Quick – Testu nachádza v rozmedzí od 1 do 3, podnik sa nachádza v šedej zóne. [1]

### 2.4.3 Index IN05

Index IN05 je súhrnný index pre hodnotenie finančného zdravia spoločností, zostavený manželmi Inky a Ivana Neumaierovcov. Index sa postupne vyvíjal od Indexu IN95, cez Index IN99, Index IN01 až po jeho poslednú verziu Index IN05. Okrem hodnotenia faktu, či spoločnosť v blízkej dobe skracuje alebo nie, sa však index IN05 zaoberá aj tým, či podnik vytvára pre svojich vlastníkov nejakú hodnotu. Podobne ako Altmanov model sa index IN05 skladá z niekoľkých koeficientov, ktoré sa zaoberajú špecifickými oblasťami finančného riadenia spoločnosti. Kľúčom k celkovému hodnoteniu firmy je následne vhodné nastavenie váh týchto koeficientov.

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{NÚ} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ+KBÚ}, \quad (2.36)$$

kde  $A$  vyjadrujú celkové aktíva spoločnosti,  $CZ$  sú cudzie zdroje,  $EBIT$  predstavuje výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi,  $NÚ$  sú nákladové úroky,  $OA$  vyjadrujú obežné aktíva,  $KZ$  sú krátkodobé záväzky a  $KBÚ$  sú krátkodobé bankové úvery.

Spoločnosť bude tvoriť hodnotu, pokiaľ výsledky Indexu IN05 budú prevyšovať hodnotu 1,6. V prípade, že sa index pohybuje v intervale od 0,9 do 1,6, tak sa podnik nachádza v šedej zóne, ktorá vyjadruje, že spoločnosť síce netvorí hodnotu, ale ani nebankrotuje. Hodnotu však netvorí a k bankrotu sa blíži podnik, ktorého Index IN05 je menší než 0,9. [5]

## 2.5 EVA ako meradlo finančnej výkonnosti

Ukazovateľ EVA je považovaný za nástroj riadenia podniku, ktorý sa zameriava na tvorbu a zvyšovanie trhovej hodnoty spoločnosti. Tento ukazovateľ vyjadruje rozdiel medzi výnosom a nákladmi kapitálu a meria ekonomický zisk, tzn. zahŕňa aj alternatívne náklady investovaného vlastného kapitálu.

Ekonomická pridaná hodnota predstavuje spôsob merania hodnoty a k využitiu jej pozitívnych dopadov je potrebné ju zavádzať v podnikovej hierarchii zhora od členov predstavenstva. EVA ako meradlo finančnej výkonnosti a cieľový ukazovateľ tak môže motivovať manažérov podniku. Zamestnanci nebudú jednať v súlade so záujmami akcionárov, ak nebudú mať k tomu patričnú motiváciu.

Čím vyššia je hodnota ukazovateľa EVA, tým väčšiu hodnotu pre vlastníkov prináša. Ekonomická pridaná hodnota je stanovená ako absolútny ukazovateľ, je teda ovplyvňovaná veľkosťou podniku. Preto boli navrhnuté taktiež ukazovatele relatívne, ktoré možno využiť i pre medzipodnikové porovnanie. [6]

### 2.5.1 Výpočet ukazovateľa EVA

Samotný výpočet ukazovateľa EVA je podmienený údajmi, ktoré sú k dispozícii a spôsobom stanovenia nákladov kapitálu. Potrebné je taktiež zohľadniť, či je cieľom určenie absolútnej alebo relatívnej hodnoty EVA, pričom k výpočtu možno rozlíšiť dva základné koncepty: na báze prevádzkového zisku a na báze hodnotového rozpätia. [1]

EVA na báze prevádzkového zisku, označovaná aj ako *EVA – Entity* sa vypočíta ako:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.37)$$

kde *NOPAT* predstavuje čistý prevádzkový zisk po zdanení, *WACC* sú vážené priemerné náklady kapitálu a *C* je celkový kapitál.

Nakoľko stanovenie hodnoty čistého prevádzkového zisku po zdanení *NOPAT* býva veľmi zložitá a tento ukazovateľ sa nenachádza vo finančných výkazoch, nahrádza sa ukazovateľom *EBIT*. Rovnica je tak definovaná nasledovne:

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - WACC \cdot C, \quad (2.38)$$

pričom *EBIT* je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi, *t* je sadzba dane z príjmu, *WACC* sú vážené priemerné náklady na kapitál a *C* predstavuje celkový kapitál.

**EVA na báze hodnotového rozpätia** (Value Spread) môže byť vyjadrená dvomi spôsobmi – na báze zúženého hodnotového rozpätia a na báze celkového hodnotového rozpätia. EVA na báze celkového hodnotového rozpätia sa vypočíta podľa vzťahu:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.39)$$

kde *ROC* je rentabilita investovaného kapitálu, *WACC* sú vážené priemerné náklady na kapitál a *C* predstavuje celkový kapitál. Výška ukazovateľa EVA je v tomto prípade závislá od rozdielu *ROC - WACC*, teda od tzv. reziduálneho výnosu kapitálu.

EVA na báze zúženého hodnotového rozpätia, označovaná aj ako *EVA - Equity*, sa stanovuje nasledovne:

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.40)$$

pričom *ROE* predstavuje rentabilitu vlastného kapitálu, *R<sub>E</sub>* sú náklady na vlastný kapitál a *E* vyjadruje vlastný kapitál. Na rozdiel od EVA na báze celkového hodnotového rozpätia, tu sa vychádza z výnosov vlastného kapitálu. Pre vlastníka je žiaduce, aby bol rozdiel medzi *ROE* a *R<sub>E</sub>* čo najväčší, minimálne však aspoň kladný.

Ukazovateľ EVA možno vyjadriť aj na báze relatívneho hodnotového rozpätia. V tomto prípade nie je hodnota ukazovateľa ovplyvnená výškou vlastného kapitálu a vďaka tomu možno určiť relatívnu výkonnosť podniku. Rovnica pre výpočet je daná vzťahom:

$$\frac{EVA}{E} = (ROE - R_E). \quad (2.41)$$

## 2.5.2 Stanovenie nákladov kapitálu

Na náklady sa dá nazerať z dvoch pohľadov, najprv z pohľadu podniku, kde je náklad kapitálu chápaný ako cena, ktorú musí vynaložiť na cudzí kapitál, a potom z pohľadu investora, kde sa jedná o požadovanú výnosnosť. Náklady kapitálu závisia od rizika jednotlivých aktív, skladajú sa z bezrizikovej sadzby a rizikovej premie, a rozlišujú sa do troch skupín – náklady na celkový kapitál, náklady na cudzí a náklady na vlastný kapitál.

Náklady na vlastný kapitál sú všeobecne vyššie ako náklady na cudzí kapitál, pretože riziko vlastníka vkladajúceho prostriedky do podniku je väčšie ako riziko veriteľské. Zároveň sú nákladové úroky daňovo uznateľnými nákladmi a teda znižujú hodnotu zisku ako základu pre výpočet dane z príjmu. [8]

**Náklady na celkový kapitál** sa skladajú z cudzích a vlastných nákladov na kapitál. Priemerné náklady kapitálu sú ovplyvnené nákladmi jednotlivých druhov kapitálu a ich podielom na celkovom kapitále. Bývajú vyjadrené pomocou vzorca:

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D+E}, \quad (2.42)$$

pričom  $R_D$  vyjadrujú náklady na úročený cudzí kapitál,  $t$  je sadzba dane z príjmu,  $D$  je úročený cudzí kapitál,  $R_E$  predstavujú náklady na vlastný kapitál a  $E$  je vlastný kapitál.

**Náklady na cudzí kapitál** sa môžu určiť z úrokov alebo kupónových platieb, z ktorých je spoločnosť nútená platiť veriteľom úroky. Platené úroky z tohto kapitálu sú daňovo uznateľné, a preto je možné uplatniť daňový štít. Matematické vyjadrenie je znázornené ako:

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.43)$$

kde  $i$  vyjadruje základnú úrokovú mieru a  $t$  je sadzba dane z príjmu.

Situácia na finančnom trhu udáva hodnotu základnej úrokovej miery. V prípade, že má podnik rôznu štruktúru úveru, je možné náklady na cudzí kapitál určiť ako vážený aritmetický priemer z efektívnych úrokových sadzieb, ktoré podnik platí z týchto foriem cudzieho kapitálu. Tento koncept však možno uplatniť iba vtedy, ak má oceňovateľ prístup k interným informáciám podniku. Externí používatelia bez prístupu k týmto informáciám môžu odhad určiť pomocou pomeru:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{priemerný stav bankových úverov}}. \quad (2.44)$$

Pre stanovenie **nákladov na vlastný kapitál** sa môžu použiť rôzne metodické postupy. Medzi základné metódy, ktoré sa používajú pre odhad nákladov vlastného kapitálu patria:

- model oceňovania kapitálových aktív (CAPM),
- arbitrážny model oceňovania (APM),
- dividendový model,
- stavebnicové modely. [4]

**Model oceňovania kapitálových aktív CAPM** je model jednofaktorový, založený na trhovom prístupe a jeho predpokladom je funkčný lineárny vzťah medzi výnosom daného aktíva a trhového portfólia. Jedná sa o rovnovážny model oceňovania kapitálových aktív, pričom rovnováha je daná rovnakým medzným sklonom očakávaného výnosu a rizika pre všetkých investorov. Odhad koeficientu  $\beta$  možno vyrátať prostredníctvom metódy regresívnej analýzy. Model CAPM-SML beta verzia sa určí nasledovne:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.45)$$

kde  $E(R_E)$  je očakávaný výnos vlastného kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sadzba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatočného výnosu vlastného kapitálu na dodatočný výnos trhového portfólia a  $E(R_M)$  je očakávaný výnos trhového portfólia.

**Model APM** predstavuje alternatívny model oceňovania aktív a rovnako ako model CAPM je založený na trhovom prístupe. Model APM je modelom viacfaktorovým, nakoľko zohľadňuje viac rizikových faktorov. Jeho rovnovážnou podmienkou je nemožnosť arbitráže, a teda, že žiadny z investorov nemôže dosiahnuť arbitrážny zisk. Odhad koeficientu  $\beta$  býva určovaný viacrozmernými metódami regresívnej analýzy. Model APM sa stanoví pomocou vzorca:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.46)$$

pričom  $E(R_E)$  vyjadruje očakávaný výnos vlastného kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sadzba,  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatočného výnosu vlastného kapitálu na dodatočný výnos  $j$ -tého faktoru a  $E(R_j)$  predstavuje očakávaný výnos  $j$ -tého faktoru.

**Dividendový model** možno použiť len u akciových spoločností, pretože vychádza z trhovej ceny akcie. Ak sa predpokladá nekonečne dlhá držba akcií spolu s konštantnou hodnotou dividendy (DIV), určí sa trhovú cenu akcie ako perpetuita. Z toho vychádza vzťah pre určenie nákladov na vlastný kapitál  $R_E$ , ktoré predstavujú požadovanú výnosnosť akcií,

$$R_E = \frac{DIV}{\text{trhová cena akcie}}. \quad (2.47)$$

Ak sa predpokladá rast dividendy v nasledujúcom období konštantným tempom ( $g$ ), používa sa k výpočtu nákladov na vlastný kapitál tzv. Gordonov dividendový model.

$$R_E = \frac{DIV}{\text{trhová cena akcie}} + g, \quad (2.48)$$

kde  $g$  vyjadruje tempo rastu dividend v nasledujúcom období.

**Stavebnicové modely** sa predovšetkým používajú v ekonomike, ktorá má nedokonale vyvinutý kapitálový trh, pričom do takejto ekonomiky sa radí aj ekonomika Slovenskej i Českej republiky. Stavebnicový model je založený na súčte rizikových prémie a bezrizikového aktíva. Tento model je svojou podstatou metódou smerujúcou k postihnútiu úplného rizika, ako rizika systematického, tak rizika nesystematického. Náklady celkového kapitálu nezadlženej firmy sú na základe stavebnicového modelu stanovené ako:

$$WACC_U = R_F + R_{podnik} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.49)$$

pričom  $R_F$  je bezriziková sadzba,  $R_{podnik}$  je riziková prirážka za produkčnú silu,  $R_{finstab}$  je riziková prirážka za finančnú stabilitu na báze likvidity a  $R_{LA}$  je riziková prirážka za veľkosť podniku.

V prípade zadlženej firmy, kedy podnik disponuje úročeným cudzím kapitálom sa výpočet WACC určí podľa vzorca:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.50)$$

kde  $WACC_U$  vyjadrujú celkové náklady kapitálu nezadlženej firmy,  $D$  je úročený cudzí kapitál,  $A$  sú celkové aktíva a  $t$  je sadzba dane z príjmu.

Náklady vlastného kapitálu  $R_E$  sa stanovujú pomocou rovnice:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{EAT}{EBT} \cdot i \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.51)$$

kde  $WACC_U$  vyjadrujú celkové náklady kapitálu nezadlženej firmy,  $UZ$  sú úplatné zdroje,  $A$  sú celkové aktíva,  $EAT$  je výsledok hospodárenia po zdanení,  $EBT$  je výsledok hospodárenia pred zdanením,  $i$  je základná úroková miera a  $VK$  je vlastný kapitál.

Výška úplatných zdrojov sa vypočíta nasledovne:

$$UZ = VK + BÚ + \text{obligácie}, \quad (2.52)$$

pričom  $VK$  predstavuje vlastný kapitál a  $BÚ$  bankové úvery.

### **$R_F$ -bezriziková sadzba**

Veľkosť bezrizikovej sadzby býva stanovená ako výnos desaťročných štátnych dlhopisov. V prípade Slovenskej republiky sú tieto údaje zverejnené na webovej stránke Európskej centrálnej banky.

### **$R_{podnik}$ – riziková prirážka charakterizujúca produkčnú silu podniku**

Riziková prirážka za produkčnú silu je závislá od ukazovateľa  $EBIT/A$ , ktorý je následne porovnávaný s ukazovateľom  $X1$ , pričom ukazovateľ  $X1$  predstavuje nahrádzanie cudzieho kapitálu kapitálom vlastným. Ukazovateľ  $X1$  je daný vzťahom:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot i, \quad (2.53)$$

kde  $UZ$  vyjadrujú úplatné zdroje,  $A$  celkové aktíva a  $i$  je základná úroková miera.

Pri porovnávaní ukazovateľa  $EBIT/A$  s ukazovateľom  $X1$  môžu nastať tri rozličné situácie pre výpočet rizikovej prirážky za produkčnú silu:

- ak je  $EBIT/A > X1$ , tak  $R_{podnik} = \min. R_{podnikateľského odvetvie}$ ,
- ak je  $EBIT/A < X1$ , tak  $R_{podnik} = 10 \%$ ,
- ak je  $0 \leq EBIT/A \leq X1$ , platí, že:

$$R_{podnik} = \left( \frac{X1 - EBIT/A}{X1} \right)^2 \cdot 0,1, \quad (2.54)$$

kde  $X1$  je ukazovateľ, ktorý vyjadruje nahrádzanie úplatného cudzieho kapitálu vlastným kapitálom,  $EBIT$  je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi a  $A$  sú celkové aktíva.

### **$R_{finstab}$ – riziková prirážka finančnej stability na báze likvidity**

Pri stanovení rizikovej prirážky za finančnú stabilitu sa vychádza z ukazovateľa celkovej likvidity  $L3$ , ktorej výpočet je znázornený pomocou vzorca (2.21) uvedenom v Podkapitole 2.3.2.4.

Výška celkovej likvidity sa porovnáva s medznými hodnotami  $XL1$  a  $XL2$ , ktoré sú stanovené individuálne pre každé odvetvie.

- Ak  $L3 \leq XL1$ , tak  $R_{finstab} = 10 \%$ .
- Ak  $XL2 \leq L3$ , tak  $R_{finstab} = 0 \%$ .
- Ak  $XL1 < L3 < XL2$ , tak platí:



$$R_{finstab} = \left( \frac{XL2-L3}{XL2-XL1} \right)^2 \cdot 0,1, \quad (2.55)$$

kde  $XL1$  predstavuje stanovenú dolnú hranicu,  $XL2$  je horná hranica, a  $L3$  je ukazovateľ likvidity.

### **$R_{LA}$ – riziková prirážka charakterizujúca veľkosť podniku**

Riziková prirážka za veľkosť podniku sa spája s veľkosťou úplatných zdrojov podniku, ktoré sú následne porovnávané so stanovenými hodnotami.

- Ak sú  $UZ > 3$  mld. Kč, tak  $R_{LA} = 0 \%$
- Ak sú  $UZ < 100$  mil. Kč, tak  $R_{LA} = 5\%$
- Ak sú  $UZ > 100$  mil. Kč a zároveň  $UZ < 3$  mld. Kč, tak platí:

$$R_{LA} = \frac{(3mld.Kč-UZ)^2}{168,2}, \quad (2.56)$$

pričom  $UZ$  predstavujú úplatné zdroje. [1]

Hoci sú údaje dané v českej Korune, pre potreby tejto práce sa v praktickej časti pracuje s hodnotami prekonvertovanými na menu Eur podľa aktuálneho kurzu Národnej banky Slovenska.

## **2.6 Pyramídový rozklad finančných ukazovateľov**

Princípom konštrukcie pyramídovej sústavy je postupný rozklad vrcholového ukazovateľa na ukazovatele čiastkové. Takýto rozklad poskytuje informácie o vzájomných vzťahoch medzi jednotlivými čiastkovými ukazovateľmi spolu s intenzitou ich vplyvu na vrcholový ukazovateľ. Vhodne skonštruovaná pyramídová sústava umožňuje odhaliť údaje o jednotlivých aspektoch, ktoré ovplyvňujú vrcholový ukazovateľ, pričom týmto ukazovateľom sú často práve ukazovatele výkonnosti. Za súhrnné ukazovatele, ktoré sú predmetom rozkladu, bývajú najčastejšie používané ukazovatele ROE a ROA. Z hľadiska riadenia a tvorby hodnoty však býva za vrcholový ukazovateľ považovaná ekonomická pridaná hodnota. Schéma jej pyramídového rozkladu sa nachádza v Prílohe č. 7.

### **2.6.1 Metódy analýzy odchýlok**

Analýza odchýlok je využívaná pri zostavovaní pyramídových rozkladov, ktoré sa uskutočňujú prostredníctvom aditívnej alebo multiplikatívnej väzby. Pri aditívnej väzbe sa využíva iba súčet alebo rozdiel, čo znamená, že vrcholový ukazovateľ je rozložený na súčet

alebo rozdiel čiastkových ukazovateľov. U multiplikatívnej väzby sa naopak využíva súčin alebo podiel. Odchýlka vrcholového ukazovateľa býva vyjadrená ako:

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i}, \quad (2.57)$$

pričom  $x$  je analyzovaný ukazovateľ,  $\Delta y_x$  je prírastok vplyvu analyzovaného ukazovateľa,  $a_i$  je čiastkový vysvetľujúci ukazovateľ a  $\Delta x_{a_i}$  predstavuje vplyv čiastkového ukazovateľa na analyzovaný ukazovateľ.

Odchýlky môžu byť vyjadrené buď absolútne  $\Delta x = x_1 - x_0$ , alebo relatívne  $\Delta x = (x_1 - x_0)/x_0$ . [9]

### 2.6.1.1 Aditívna väzba

Celková zmena je pri aditívnej väzbe rozdelená podľa pomeru zmeny ukazovateľa na celkovej zmene vrcholového ukazovateľa. Jej vplyv sa určí nasledovne:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.58)$$

kde  $a_{i,0}$  je čiastkový ukazovateľ vo vychádzajúcom období,  $a_{i,1}$  je čiastkový ukazovateľ bežného obdobia,  $x$  predstavuje analyzovaný ukazovateľ,  $\Delta x_{a_i}$  je vplyv čiastkového ukazovateľa na celkový ukazovateľ a  $\Delta y_x$  vyjadruje prírastok vplyvu ukazovateľa  $x$ .

### 2.6.1.2 Multiplikatívna väzba

Vyčíslenie vplyvu zmeny jednotlivých činiteľov je pri multiplikatívnej väzbe o niečo komplikovanejšie ako pri väzbe aditívnej, pretože na vrcholový ukazovateľ pôsobí každý čiastkový ukazovateľ zvlášť a určitá časť zmeny je vyvolaná aj pôsobením všetkých čiastkových činiteľov spoločne. K vyčísleniu vplyvu analytických ukazovateľov je tak potrebné použiť špeciálne metódy ako napr. metóda postupných zmien, metóda rozkladu so zvyškom, logaritmická metóda, funkcionálna metóda a integrálna metóda. [9]

#### Metóda postupných zmien

Pri tejto metóde je zrejmé, že pri zmene jedného vysvetľujúceho ukazovateľa zvyšné ostávajú nemenné. Celková odchýlka sa rozdeľuje na čiastkové vplyvy. Pokiaľ sa počíta s tromi čiastkovými ukazovateľmi, sú vplyvy vyčíslené nasledovne:

$$\Delta x_{a1} = \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} \quad (2.59)$$

$$\Delta x_{a2} = \Delta a_{1,1} \cdot a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} \quad (2.60)$$

$$\Delta x_{a3} = \Delta a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} \quad (2.61)$$

Pri rozklade nevzniká žiadny zvyšok, ale veľkosť vplyvov ukazovateľov je závislá od poradia vysvetľujúcich ukazovateľov. Hoci je táto metóda v praxi často využívaná, jej nevýhodou je, že veľkosť vplyvov jednotlivých ukazovateľov je závislá na ich poradiach.

### Metóda rozkladu so zvyškom

Výhodou tejto metódy je, na rozdiel od predchádzajúcej, že výsledky nie sú ovplyvnené poradím ukazovateľov. Negatívom je však prítomnosť zvyškovej zložky  $R$ , ktorú nie je možné jednoznačne interpretovať a priradiť k jednotlivým vplyvom. Metóda sa však dá použiť pri výskyte malého zvyšku a je vyjadrená nasledovne:

$$\Delta x_{a1} = \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \quad (2.62)$$

$$\Delta x_{a2} = \Delta a_{1,1} \cdot a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \quad (2.63)$$

$$\Delta x_{a3} = \Delta a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \quad (2.64)$$

$$\text{kde zvyšok } R = \Delta x_y - \left[ \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} + a_2 \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot a_3 \right] \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (2.65)$$

### Logaritmická metóda

Pri výpočte sa u tejto metódy využíva súčasná zmena všetkých ukazovateľov. Vplyvy ukazovateľov sú vyjadrené:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.66)$$

pričom  $I_x = x_1 / x_0$  a  $I_{a_i} = a_{i,1} / a_{i,0}$  vyjadrujú indexy vrcholových a čiastkových ukazovateľov. Pri rozklade vrcholového ukazovateľa nevzniká žiaden zvyšok, teda súčet vplyvov sa rovná súčtu zmene celkového ukazovateľa. Výsledky nie sú ovplyvnené poradím vysvetľujúcich ukazovateľov, no veľká nevýhoda spočíva v obmedzenom použití, ak sú indexy zmien záporné.

## Funkcionálna metóda

Za zovšeobecnený prístup k pyramídovým rozkladom možno považovať práve metódu funkcionálnu, pretože odstraňuje problém záporných indexov a zároveň nie je citlivá na poradí činiteľov vo výpočte. Použitie tejto metódy vychádza z diskretných výnosov, a pri rovnomernom delení zvyšku  $R$  a súčinu troch čiastkových ukazovateľov  $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$ , sú vplyvy vyčíslené ako:

$$\Delta x_{a1} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a2} \cdot R_{a3}\right) \Delta y_x, \quad (2.67)$$

$$\Delta x_{a2} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a1} \cdot R_{a3}\right) \Delta y_x, \quad (2.68)$$

$$\Delta x_{a3} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a1} \cdot R_{a2}\right) \Delta y_x, \quad (2.69)$$

kde 
$$R_{aj} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}, R = \frac{\Delta x}{x_0}, \Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}. \quad (2.70)$$

V prípade súčinu len dvoch čiastkových ukazovateľov  $x = a_1 \cdot a_2$ , sú vplyvy čiastkových ukazovateľov vyjadrené nasledovne:

$$\Delta x_{a1} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a2}\right) \Delta y_x, \quad (2.71)$$

$$\Delta x_{a2} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a1}\right) \Delta y_x. \quad (2.72)$$

## Integrálna metóda

Postup pri výpočte integrálnej metódy je podobný ako pri funkcionálnej metóde. Rozdiel spočíva v tom, že pri tejto metóde je aplikovaná len lineárna zložka Taylorovho rozvoja 1.stupňa. Jednotlivé vplyvy sa vypočítajú ako:

$$\Delta x_{a1} = \frac{R_{a1}}{R_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.73)$$

$$\Delta x_{a2} = \frac{R_{a2}}{R_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.74)$$

$$\Delta x_{a3} = \frac{R_{a3}}{R_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.75)$$

kde 
$$R_{aj} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}, R_x = \frac{\Delta x}{x_0}. \quad (2.76)$$

## 2.7 Citlivostná analýza

Analýza citlivosti je metóda, ktorá poskytuje obraz o tom, ako sa zmení celkový parameter so zmenou čiastkového faktora. Tieto zmeny môže byť ako kladné, tak záporné v radoch niekoľkých percent. Zmena čiastkového faktora sa určí vynásobením hodnoty určitého parametru činiteľom  $(1+\alpha)$ . [8]

Ak je finančný ukazovateľ obecné vyjadrený ako funkcia čiastkových ukazovateľov nasledujúcim tvarom,

$$U = f(F_1, F_2, \dots, F_n), \quad (2.77)$$

tak citlivosť súhrnného ukazovateľa na jeden faktor možno stanoviť pomocou dvoch spôsobov. Jednak ako hodnotu pri zmene faktora,

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n], \quad (2.78)$$

alebo ako prírastok hodnoty vplyvom zmeny parametra,

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} - U = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n] - U. \quad (2.79)$$

O analýzu scenárov sa jedná v prípade, ak je skúmaný vplyv zmeny viacerých vstupných parametrov súčasne. Citlivosť na jednotlivé faktory tak možno vyjadriť nasledovne:

$$U_{1+\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, (1 + \beta) \cdot F_2, (1 + \gamma) \cdot F_3, \dots, F_n], \quad (2.80)$$

$$\Delta U_{1+\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, (1 + \beta) \cdot F_2, (1 + \gamma) \cdot F_3, \dots, F_n] - U. \quad (2.81)$$

### **3 Analýza finančnej výkonnosti podniku**

V tejto časti kapitoly sú aplikované teoretické poznatky z kapitoly predchádzajúcej na konkrétnu spoločnosť, ktorú predstavuje Slovnaft, a.s. Najprv je vybraná spoločnosť charakterizovaná a následne je analyzovaná finančná výkonnosť podniku v období 2010 – 2014.

#### **3.1 Charakteristika spoločnosti Slovnaft, a.s.**

V nasledujúcej podkapitole je predstavená spoločnosť Slovnaft, a.s. vrátane jej histórie, predmetu činnosti, či vlastnickej štruktúry. Všetky údaje sú získané z webovej stránky spoločnosti a jej výročných správ.

##### **3.1.1 História spoločnosti Slovnaft, a.s.**

Rozhodnutie založiť rafinériu prišlo koncom 19. storočia, keď mestská rada Bratislavy udelila súhlas na výstavbu rafinérie minerálnych olejov. Napriek tomu, že Európa stála v tom čase na prahu éry automobilizmu, a fabrik na spracovanie ropy nebol dostatok, tento krok zaradil Bratislavu medzi dôležité stredoeurópske centrá spracovania ropy.

Rafinéria dostala názov Apollo a spracúvala ropu z rozličných nálezísk v bývalom ZSSR. Najväčší rozkvet zožala v medzivojnovom období, počas druhej svetovej vojny však podľahla vlne náletov, čo spôsobilo ukončenie svojej činnosti. Vtedajšia vláda sa rozhodla vybudovať novú rafinériu, ktorá by nahradila Apollo. Tento pokus bol úspešný a tak v roku 1957 bola uvedená do prevádzky prvá výrobná jednotka novej rafinérie s názvom Slovnaft. Slovnaftu sa mimoriadne darilo, ku koncu roka 1970 bolo v prevádzke až 62 výrobných jednotiek a Slovnaft mal ročnú spracovateľskú kapacitu 6 miliónov ton ropy.

Osemdesiate a deväťdesiate roky sa niesli vo fáze expanzie, Slovnaft naďalej rozširoval svoju rafinérsku a petrochemickú základňu o nové výrobné, pričom sa začal zameriavať už aj na ekologické stavby.

Vstup do nového milénia prinieslo spoločnosti členstvo vo významnej stredoeurópskej ropno-plynárenskej Skupine MOL, čím si Slovnaft zabezpečil perspektívu dynamického rozvoja. Skupina MOL je integrovaná, nezávislá medzinárodná ropná a plynárska spoločnosť s centrárou v Budapešti, ktorá pôsobí vo viac ako 40 krajinách. V nasledujúcich

rokoch boli odovzdané do užívania nové strategické výrobné jednotky, ktoré zvýšili predošlú produkčnú kapacitu spoločnosti viac než 3,5krát.

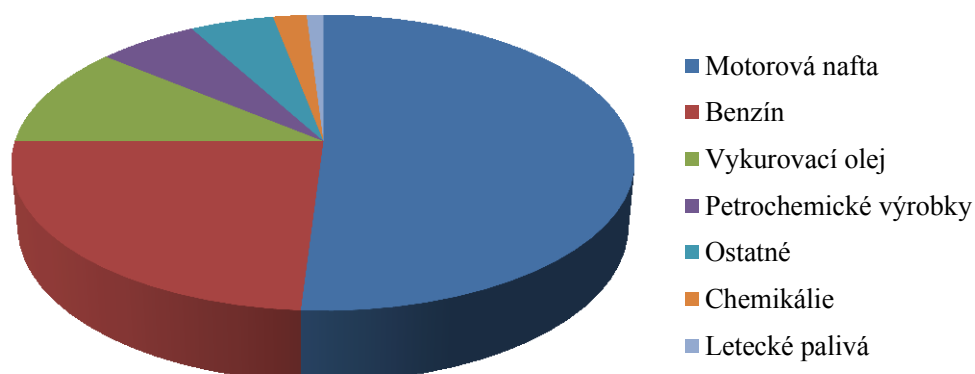
Najnovšie Skupina MOL ukončila akvizíciu čerpacích staníc Agip v Českej republike a na Slovensku od spoločnosti ENI, čím si len upevnila vedúce postavenie v strednej a východnej Európe.

### 3.1.2 Predmet činnosti

Spoločnosť Slovnaft, a.s. je rafinérsko-petrochemická spoločnosť so sídlom v Bratislave. Spoločnosť sa zaoberá najmä spracovaním ropy, pričom ročne spracúva približne 5,5 - 6 miliónov ton ropy. Zameriava sa však aj na výrobu motorových palív, vykurovacích olejov a ďalších produktov, ich distribúciou a predajom veľkoobchodným klientom, ako aj zákazníkom vo vlastnej sieti čerpacích staníc. Rafinéria má po modernizácii vysoký stupeň konverzie a flexibility a vďaka kontinuálnemu investičnému programu patrí medzi najmodernejšie rafinérie v Európe. Na domácom trhu s motorovými palivami je Slovnaft lídrom, významné postavenie má aj na trhoch susedných štátov.

Za hlavný predmet podnikania spoločnosti sa považuje výroba výrobkov z ropy a jej chemického spracovania - pohonné látky, mazivá, palivá, uhľovodíky a základný a aplikovaný výskum v oblasti spracovania ropy, základných petrochemických a iných organických syntéz a procesov, základných organických a anorganických produktov, či chemických výrobkov všeobecného charakteru.

Graf 3.1 Štruktúra výrobného portfólia

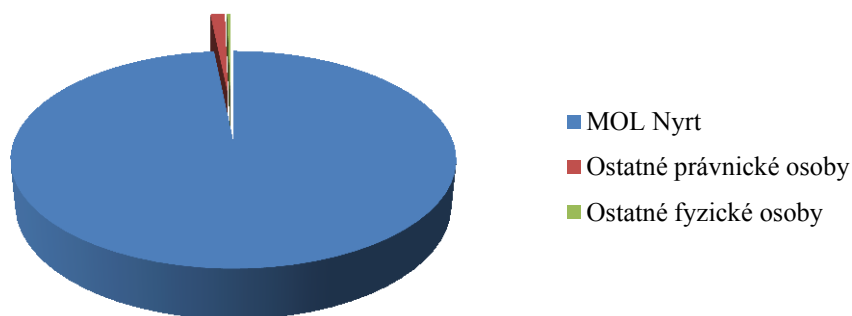




### 3.1.3 Vlastnícka štruktúra

Majoritným vlastníkom akcií Slovnaftu je maďarská ropná spoločnosť MOL Nyrt, ktorá vlastní 98,4 %. Okrem nej akcie vlastní právnické (1,3 %) a taktiež fyzické osoby (0,3%).

Graf 3.2 Akcionárska štruktúra Slovnaft, a.s.



Vrcholovými orgánmi Slovnaftu sú predstavenstvo a dozorná rada. Predstavenstvo volené vlastníckmi zodpovedá akcionárom za realizáciu integrovaného riadenia a prevádzkovanie výborov, ktoré prispievajú k zefektívneniu činnosti predstavenstva a poskytujú potrebný odborný základ pre prijímanie rozhodnutí. Predsedom predstavenstva a zároveň aj generálnym riaditeľom spoločnosti je pán Oszkár Világi. Okrem neho tvorí predstavenstvo sedem ďalších členov.

Kontrolným orgánom overujúcim činnosť výkonného riadenia a hospodárenie spoločnosti je Dozorná rada. Správu o zistených skutočnostiach Dozorná rada každoročne predkladá Valnému zhromaždeniu. Dozorná rada Slovnaftu sa skladá zo šiestich členov, pričom dvaja z nich sú volení zamestnancami spoločnosti.

## 3.2 Horizontálna a vertikálna analýza účtovných výkazov

V tejto kapitole je prevedená horizontálna, vertikálna a vertikálne-horizontálna analýza účtovných výkazov, najskôr rozvahy a potom výkazu ziskov a strát. Finančné výkazy potrebné pre tieto analýzy sú umiestnené v Prílohe č.1 a v Prílohe č.2.

### 3.2.1 Horizontálna analýza rozvahy

Horizontálna analýza rozvahy je rozdelená na horizontálnu analýzu aktív a následne na horizontálnu analýzu pasív. Celková horizontálna analýza rozvahy s absolútnymi aj relatívnymi zmenami je znázornená v Prílohe č.3.

### 3.2.1.1 Horizontálna analýza aktív

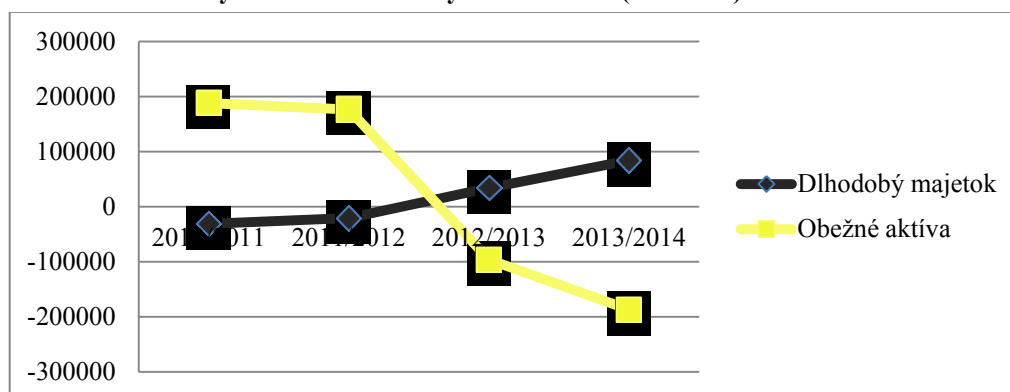
Horizontálna analýza, nazývaná tiež ako analýza vývojových trendov, slúži k posúdeniu časových zmien vybraných ukazovateľov. Pomocou tejto analýzy je tak možné detailne skúmať priebeh zmien a odhadovať dlhodobé trendy významných položiek. Hodnota aktív spoločnosti Slovnaft, a.s. mala v období 2010 – 2014 rastúci charakter, aktíva za tento čas celkovo vzrástli o 146 425 tis. Eur. Najväčšiu hodnotu aktíva vykazovali v roku 2012, kedy dosiahli úroveň 2 350 393 tis. Eur. Oproti roku 2011 vzrástli o približne 7 %, pričom zásluhu na tom mali najmä obežné aktíva, ktoré sa zvýšili o 155 199 tis. Eur, v relatívnom vyjadrení o 22,8 %. Od roku 2012 však začali celkové aktíva klesať, pričom v poslednom sledovanom roku 2014 sa oproti roku predošlému prepádli o 4,51 %. Najväčší vplyv na zmenu hodnoty mal krátkodobý majetok, konkrétne peniaze a peňažné ekvivalenty, ktoré poklesli až o 75,57 % vplyvom opatrení v oblasti pracovného kapitálu.

Dlhodobý majetok sa vyvíjal úplne opačným smerom ako celkové aktíva. Kým od roku 2010 do 2012 mal klesajúci charakter, v roku 2013 začal rásť. Celkovo však za sledované obdobie vzrástol o 65 526 tis. Eur. Príčinou nárastu dlhodobých aktív v roku 2013 bol najmä dlhodobý hmotný majetok, ktorý sa oproti roku 2012 zvýšil o 235 115 tis. Eur, čo predstavuje v relatívnom vyjadrení 22,14 %. Spoločnosť totiž v tomto roku obdržala novú výrobnú jednotku na výrobu polyetylénu LDPE4. Výrazne narástli aj ostatné dlhodobé aktíva, konkrétne z pôvodnej hodnoty 6 020 tis. Eur na 55 692 tis. Eur. Dôvodom boli úvery poskytnuté spoločnostiam v rámci Skupiny Slovnaft a pridruženej spoločnosti Meroco, a.s. na financovanie investičných projektov a pracovného kapitálu. Hodnota dlhodobého hmotného majetku sa v roku 2014 medziročne zvýšila o 10,14 %, čo opäť prispelo k vzrastu dlhodobých aktív spoločnosti.

Obežné aktíva mali trend rovnakého charakteru ako celkové aktíva spoločnosti. Najväčší medziročný vzrast, ktorý predstavoval 32,18 %, bol zaznamenaný v roku 2011. Zásoby v tomto roku narástli o 43 133 tis. Eur a pohľadávky z obchodného styku medziročne stúpili o 45,36 %. Zmeny boli vyvolané predovšetkým nárastom kótovaných cien ropy a ropných výrobkov v decembri 2011 v porovnaní s decembrom 2010. Najväčšiu hodnotu 948 863 tis. Eur dosiahli v roku 2012, a od nasledujúceho roka začali obežné aktíva klesať. Pokles hodnoty zásob v roku 2014 o 11,7 % bol vyvolaný aktivitami zameranými na optimalizáciu v oblasti štruktúry a výšky zásob. Pohľadávky z obchodného styku v poslednom sledovanom roku klesli o približne 38 %, no najväčší prepád zaznamenali

peniaze a peňažné ekvivalenty , keď vplyvom opatrení v oblasti pracovného kapitálu poklesli o 87 063 tis. Eur.

**Graf 3.3 Horizontálna analýza aktív v absolútnych hodnotách (v tis. Eur)**



### 3.2.1.2 Horizontálna analýza pasív

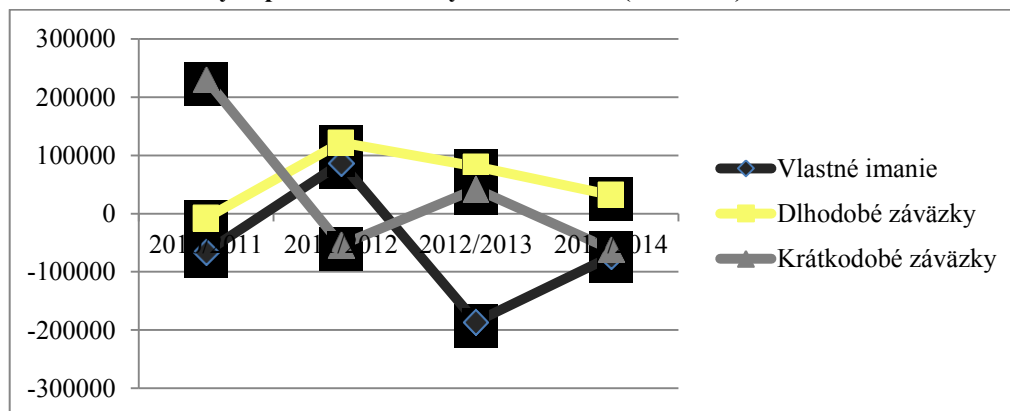
Na postupný rast pasív od roku 2010 do 2012 a následný pokles mali vplyv rozdielne položky ako pri aktívach. Azda najväčší prírastok, ktorý sa pričínal k rastu pasív v roku 2012 o 7% , zaznamenali dlhodobé úvery bez krátkodobej časti dlhodobých úverov. Tie sa totiž v roku 2012 v porovnaní s rokom predošlým zdvihli z 30 912 tis. Eur na 126 804 tis. Eur, čo predstavuje v relatívnom vyjadrení nárast až o 310,21 %. Hodnota týchto úverov bola vyššia v dôsledku kapitálovo náročných projektov. Pokles pasív za posledné dva sledované roky ovplyvnil najmä pokles nerozdeleného zisku spolu so záväzkami z obchodného styku a ostatnými krátkodobými záväzkami.

Základný kapitál spolu s emisným ážiom nezaznamenali za sledované roky 2010 – 2014 žiadnu zmenu. Najväčší prepád v zložke vlastného kapitálu dosiahol nerozdelený zisk, keď sa v roku 2013 oproti roku 2012 znížil o 185 513 tis. Eur, čo predstavuje medziročnú zápornú zmenu o 26,17 %. V roku 2014 pokles nerozdeleného zisku pokračoval, keď sa medziročne opäť znížil o 13,78 %, v absolútnej hodnote o 72 142 tis. Eur.

Dlhodobé záväzky mali rastúci trend okrem roku 2011, kedy poklesli o 7 435 tis. Eur, v nasledujúcom roku sa však rapídne zvýšili až o približne 95%. Príčinou bol najmä nárast dlhodobých úverov bez krátkodobej časti dlhodobých úverov, ktorý pokračoval aj v ďalších rokoch. Hodnota týchto úverov sa v roku 2014 medziročne zvýšila o 17 % a dosiahla úroveň 277 816 tis. Eur predovšetkým v dôsledku čerpania úverovej linky viazanej na realizáciu strategického projektu dostavby novej linky na výrobu polyetylénu LDPE4. Ostatné položky spadajúce do dlhodobých záväzkov nezaznamenali výrazné medziročné zmeny.

Medziročný rast krátkodobých záväzkov sa pravidelne striedal s poklesom. Medzi najvýraznejšiu položku patria záväzky z obchodného styku a ostatné krátkodobé záväzky, ktoré výrazne ovplyvnili tento rastúco – klesajúci trend. V roku 2011 záväzky z obchodného styku narástli o 225 772 tis. Eur, čo predstavuje medziročný nárast o 57,22 %. Zmeny boli vyvolané predovšetkým nárastom kótovaných cien ropy a ropných výrobkov. V roku 2012 sa pod pokles záväzkov z obchodného styku o približne 9 % podpísalo nižšie spracovanie. V poslednom sledovanom roku sa ich hodnota znížila o 12,88%. Krátkodobá časť dlhodobých úverov zaznamenala výraznú zmenu najmä v roku 2013, keď medziročne vzrástla o 12 455 tis. Eur, bol to nárast o takmer 195%. Rast týchto úverov pokračoval aj nasledujúci rok, konkrétne o 16 104 tis. Eur z dôvodu projektov náročných na kapitál.

**Graf 3.4 Horizontálna analýza pasív v absolútnych hodnotách (v tis. Eur)**



### 3.2.2 Horizontálna analýza výkazu ziskov a strát

Spoločnosť Slovnaft, a.s. za sledované roky 2010 – 2014 zažívala nesmierne kolísavý priebeh výsledku hospodárenia za dané účtovné obdobia. V roku 2011 sa oproti predchádzajúcemu roku 2010 výsledok hospodárenia prepadol o 96,39 %. Na zhoršení tohto výsledku pôsobilo niekoľko faktorov vyplývajúcich z nepriaznivého vývoja externého prostredia, ktorými boli najmä vyššie náklady na výrobu spôsobené nárastom cien ropy, či vyššie náklady na energie. Rok 2012 bol pre Slovnaft priaznivý, na rast výsledku hospodárenia pozitívne vplýval predovšetkým vývoj kótovaných cien rafinérskych výrobkov na medzinárodných burzách, vývoj menových kurzov, ako aj interné zlepšenia na nákladovej strane. Práve vďaka tomu zaznamenal hospodársky zisk medziročnú zmenu o 84 951 tis. Eur. V 2013 nasledoval opätovný prepád, konkrétne o 78 221 tis. Eur, relatívne vyjadrené o 90,54 %. Negatívne na výsledok pôsobil nepriaznivý vývoj externého prostredia, a to klesajúce crack spready benzínu a nafty, znížený dopyt po rafinérskych produktoch a uskutočnené odstávky s priamym dopadom na produkciu. Spoločnosť sa v tomto čase napriek všetkým

aspektom udržiavala v zisku, rok 2014 však vykazoval ďalší pokles o 79 977 tis. Eur, čím sa Slovnaft prvýkrát za sledované obdobie dostal do záporného výsledku hospodárenia. Dôvodom bol opäť nepriaznivý vývoj externého prostredia, výrazný prepád kótovaných cien ropy v druhej polovici roka a následné precenenie zásob spoločnosti, ako aj uskutočnené odstávky a generálne opravy s priamym dopadom na produkciu.

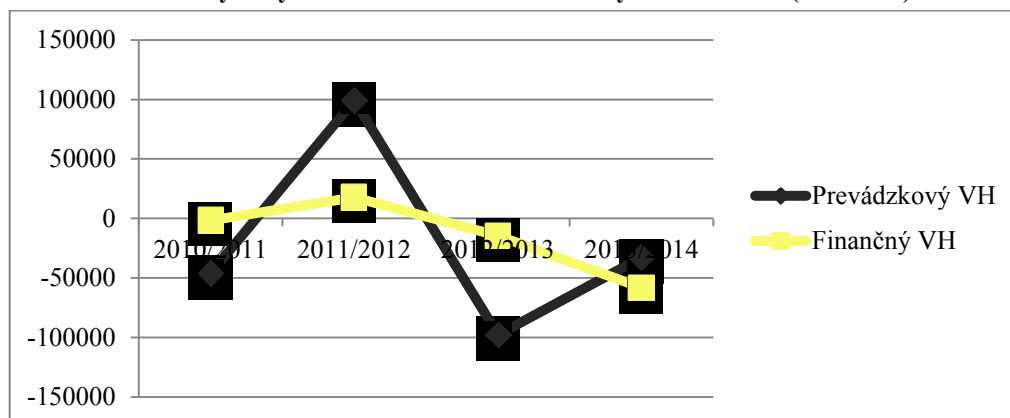
Tržby spoločnosti zaznamenávali priaznivý vývoj. Rok 2011 priniesol pozitívny vývoj kótovaných cien ropných produktov na medzinárodných trhoch, vďaka ktorému tržby medziročne narástli o 35,38%. Ich vývoj dopadal najmä na prevádzkové výnosy, ktoré od tohto roku mali klesajúci trend, avšak i napriek tomu dosiahli v roku 2014 úroveň 3 931 159 tis. Eur, čo je o 414 097 tis. Eur viac než v roku 2011. Avšak aj prevádzkové náklady dosiahli najvyššiu hodnotu v roku 2011, pričom túto zmenu najväčšmi ovplyvnila spotreba materiálu a náklady na obstaranie predaného tovaru. Zvýšenie tejto položky o 40,25 %, absolútne vyjadrené o 1 267 046 tis. Eur, bolo spôsobené rastom kótovanej ceny ropy a vyšším spracovaním ropy v dôsledku nižšieho rozsahu odstávok v danom období.

Zníženie produkcie v 2012 sa podpísalo pod nižšie náklady na suroviny a obstaranie predaného tovaru o 2,21 %, a to aj napriek vyšším cenám vstupných surovín a energií. V porovnaní s rokom 2011 sa ostatné prevádzkové náklady znížili o 14 020 tis. Eur. Hoci náklady na suroviny a obstaranie predaného tovaru v 2014 poklesli vplyvom zníženej produkcie spôsobenej plánovanými a neplánovanými odstávkami, ako aj nižšími cenami nakupovaných surovín o 17,98 %, ostatné prevádzkové náklady narástli o 75,17 %. Dôvodom bola zmena účtovania poplatkov za nakladanie s núdzovými rezervami, čo sa odzrkadlilo stratovým prevádzkovým výsledkom hospodárenia.

Finančný výsledok hospodárenia dosiahol kladných hodnôt iba v 2012, v ostatných vykazoval stratu. Jeho nárast v tomto roku o 17 654 tis. Eur spôsobili najmä kurzové rozdiely z pohľadávok a záväzkov z obchodného styku. Naopak, práve tieto kurzové rozdiely spôsobili, že v roku 2014 finančné náklady prudko vzrástli oproti minulému roku, a to o 387,51 %. Dôvodom bolo oslabenie európskej meny voči americkému doláru, ktoré malo negatívny dopad na finančné výsledky a výrazne tým prispelo aj k zápornému výsledku hospodárenia.

Graf 3.5 zobrazuje vývoj jednotlivých výsledkov hospodárenia za sledované obdobie 2010 – 2014, pričom celková horizontálna analýza výkazu ziskov a strát je obsiahnutá v prílohe č.4.

**Graf 3.5 Horizontálna analýza výkazu zisku a strát v absolútnych hodnotách (v tis. Eur)**



### 3.2.3 Vertikálna analýza rozvahy

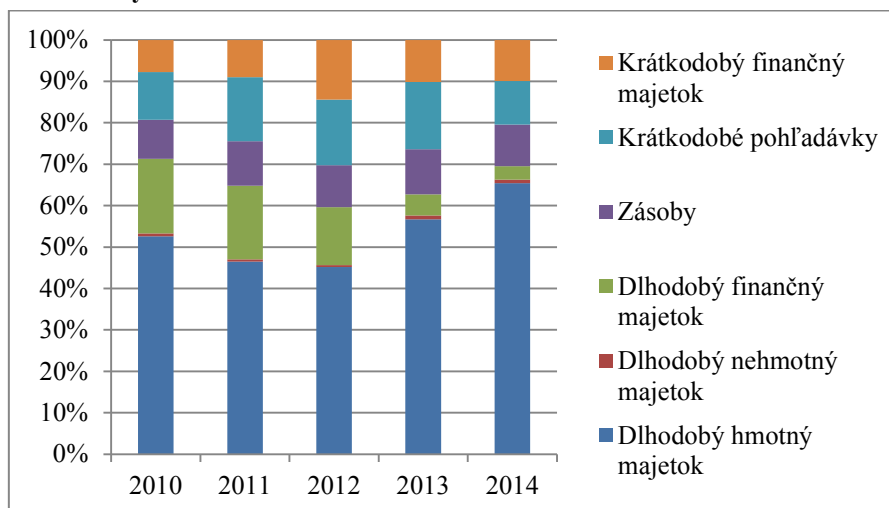
Na základe vertikálnej analýzy dochádza k znázorneniu podielu a významu jednotlivých položiek vo vybranom absolútnom ukazovateli. V nasledujúcich podkapitolách je táto analýza prevedená a vybrané položky sú dané do pomeru s celkovou bilančnou sumou aktív a pasív. V prílohe č.5 je znázornená celková vertikálna analýza rozvahy spoločnosti Slovnaft, a.s.

#### 3.2.3.1 Vertikálna analýza aktív

Na počiatku sledovaného obdobia sa celkové aktíva Slovnaftu skladali približne zo 70 % dlhodobého majetku a 30 % z obežných aktív. V roku 2011 pokles dlhodobých aktív spôsobil zvýšenie pomeru obežných aktív na celkovej hodnote aktív, na základe čoho boli v roku 2012 aktíva tvorené približne 60 % dlhodobým majetkom a 40 % majetkom obežným. Po obstaraní novej výrobnjej jednotky v 2013 sa zvýšil podiel dlhodobého hmotného majetku na 56,7 % z celkových aktív a posledný sledovaný rok až 65,39 % z celkových aktív, čoho následkom bola opätovná zmena pomeru 70 % pre dlhodobý majetok a 30 % pre obežné aktíva. Dlhodobý nehmotný majetok tvoril len nepatrnú časť z celkových aktív. Dlhodobý finančný majetok sa na začiatku sledovaného obdobia podieľal 18,03 % na celkových aktívach, pričom za posledný sledovaný rok klesol jeho podiel na 3,24 %.

Najväčšou položkou v rámci obežných aktív boli krátkodobé pohľadávky, ktorých najvyšší pomer 16,24 % bol zachytený v roku 2013. Dôležitou zložkou obežných aktív sú zásoby, ktoré sa za sledované obdobie držali na úrovni 10 % k celkovému majetku spoločnosti. Nasledujúci graf 3.6 poukazuje na jednotlivé podiely vybraných položiek aktív v rámci vertikálnej analýzy.

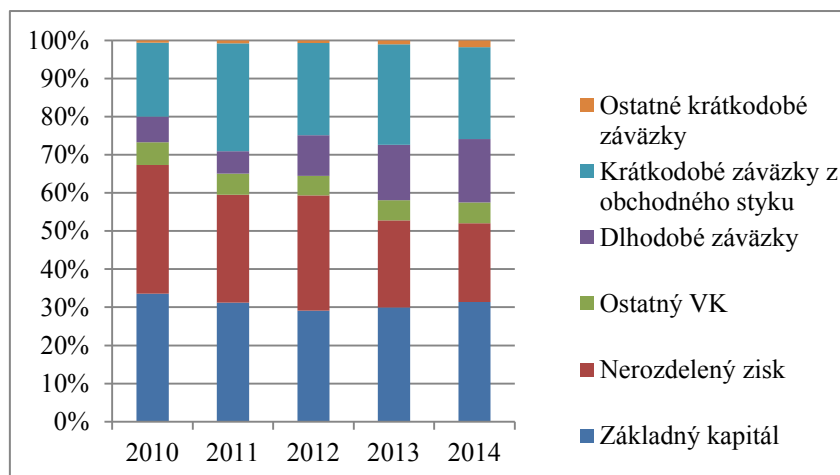
**Graf 3.6 Vertikálna analýza aktív**



### 3.2.3.2 Vertikálna analýza pasív

Značnú časť na celkových pasívach tvoril za sledované obdobie základný kapitál spoločnosti, ktorý sa podieľal približne 30 %. Pomernú časť zaberá aj nerozdelený zisk, v roku 2010 jeho podiel činil 33,75 %, kým v poslednom sledovanom roku jeho podiel poklesol na 20,66 %. Krátkodobé záväzky z obchodného styku pomerovo prevažovali nad záväzkami dlhodobými. Pasíva boli dlhodobými záväzkami najväčšími tvorené v 2014, konkrétne 16,64% z dôvodu projektov náročných na kapitál, ktoré spoločnosť vykonávala. Krátkodobé záväzky z obchodného styku dosiahli najväčší podiel 28,26 % v roku 2011, následné roky dochádzalo k znižovaniu ich pomeru. Ostatné krátkodobé záväzky, ako napríklad rezervy na záväzky a poplatky, či krátkodobé úvery sa menili len nepatrne, ich podiel bol stále na úrovni približne 1 % z celkovej hodnoty pasív. Vertikálna analýza pasív spoločnosti je prevedená v grafe 3.7.

**Graf 3.7 Vertikálna analýza pasív**

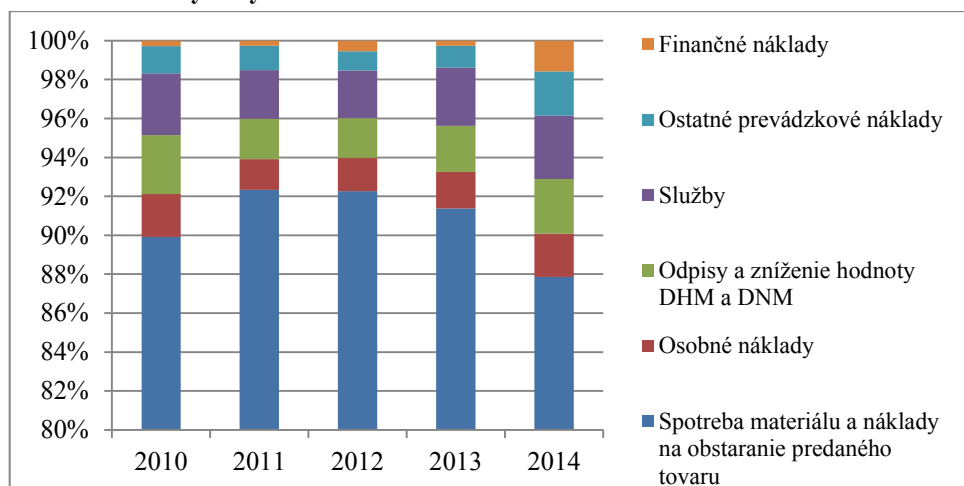


### 3.2.4 Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát

Na celkových výnosoch spoločnosti Slovnaft, a.s. sa počas sledovaného obdobia podieľali najviac tržby za predaj výrobkov a služieb, a to až 99 %. Ostatné položky, ako napríklad ostatné prevádzkové výnosy, prijaté dividendy, či výnosové úroky tvorili skutočne zanedbateľnú časť výnosov spoločnosti.

Najvýraznejšou položkou podieľajúcou sa na nákladoch predstavovala spotreba materiálu a náklady na obstaranie predaného tovaru. Kým sa v rokoch 2010 – 2013 pohybovala na úrovni okolo 90 % z celkových nákladov, v roku 2014 poklesla na 86,97 %. Osobné náklady, medzi ktoré patria napríklad mzdové náklady, verejné zdravotné, či sociálne poistenie tvorili približne 2 % z celkových nákladov, podobne ako aj odpisy a zníženie hodnoty dlhodobého hmotného a nehmotného majetku. Ich pomer len v roku 2010 vykazoval hodnotu 3 %, v nasledujúcich rokoch sa tento pomer znížil na 2 %. Náklady na prepravu a skladovanie, náklady na údržbu, vyplatené provízie spolu s administratívnymi nákladmi, ktoré sa v účtovnom výkaze radia do položky služieb, predstavovali taktiež len 3 % z celkových nákladov. Finančné náklady spoločnosti sa na nákladoch spoločnosti podieľali minimálne počas všetkých sledovaných rokov. Percentuálny podiel vybraných položiek na celkových nákladoch zobrazuje graf 3.8.

Graf 3.8 Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát



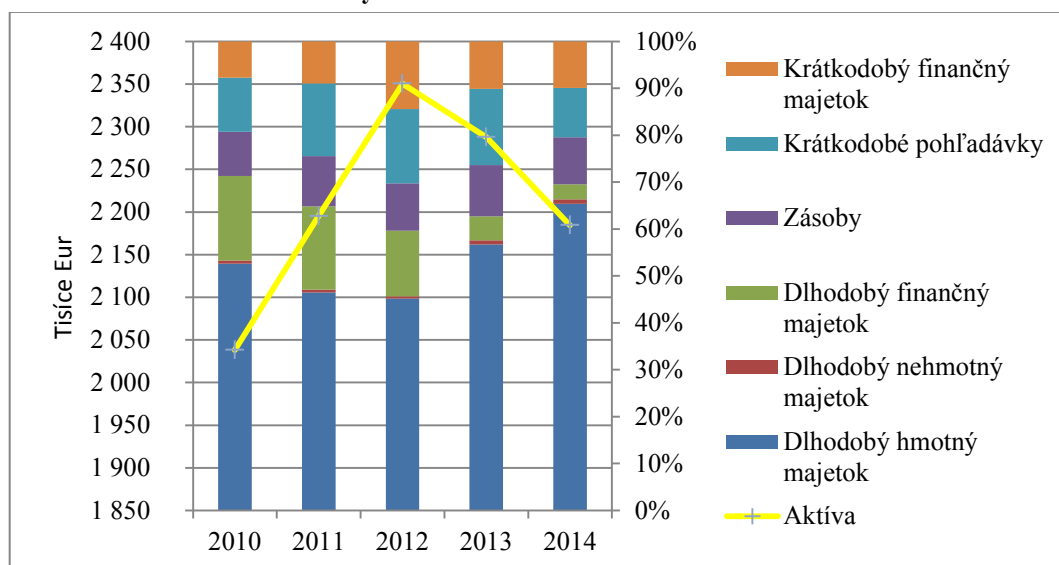
### 3.2.5 Vertikálne - horizontálna analýza

Vertikálne – horizontálna analýza poskytuje komplexný prehľad vývoja objemu finančných ukazovateľov v porovnaní s vývojom štruktúry. Grafy 3.9 a 3.10 zobrazujú vertikálne – horizontálnu analýzu celkových aktív a pasív. Hlavná zvislá os zobrazuje



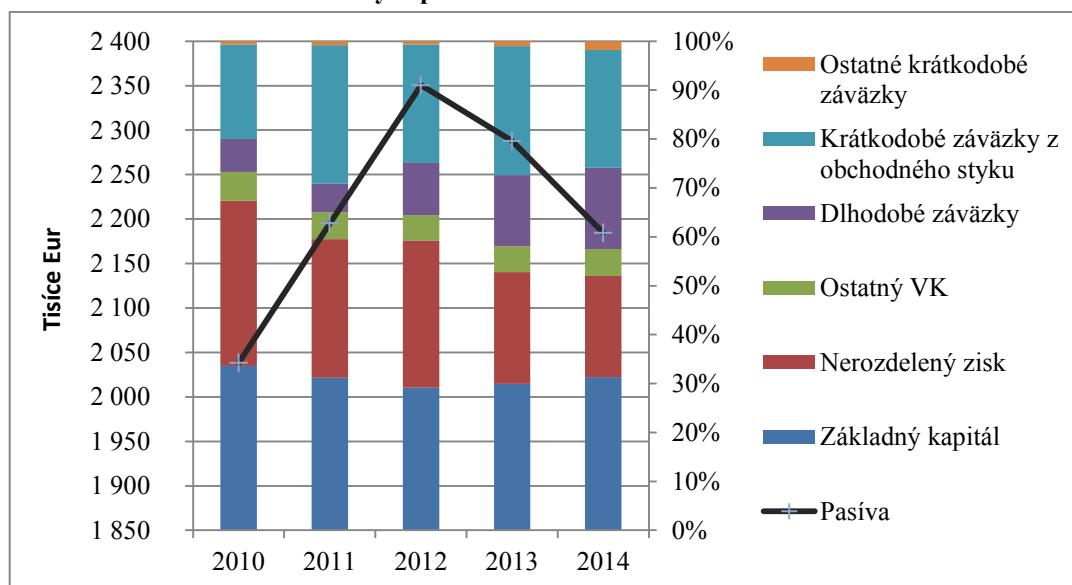
hodnoty pre aktíva a pasíva spoločnosti v tisícoch Eur a vedľajšia zvislá os vyjadruje percentuálny podiel štruktúry celkových aktív a pasív.

**Graf 3.9 Vertikálne – horizontálna analýza aktív**



Z grafu 3.9 je zrejmé, že s rastúcou hodnotou aktív v sledovanom období sa znižoval podiel dlhodobého majetku a podiel obežného majetku sa zvyšoval. Pri klesajúcom objeme celkových aktív, podiel dlhodobého hmotného a nehmotného majetku rástol, podiel dlhodobého finančného majetku však naďalej klesal. Percentuálny podiel obežného majetku v rokoch 2013 – 2014 s klesajúcim objemom aktív klesal tiež.

**Graf 3.10 Vertikálne – horizontálna analýza pasív**



Z vertikálne – horizontálnej analýzy pasív možno skonštatovať, že s rastúcou sumou pasív sa podiel základného kapitálu na celkových pasívach znižoval a naopak. Celkovo si však štruktúra pasív počas sledovaných rokov 2010 – 2014 udržiavala takmer rovnakú výšku, zmena objemu celkových pasív zmenila ich štruktúru minimálne.

### 3.3 Finančná analýza pomerových ukazovateľov

Systém finančného riadenia zachytáva zložité a často i protichodné procesy, preto je užitočné pre lepšiu orientáciu systém pomerových ukazovateľov rozdeliť do niekoľkých základných oblastí. Za hlavné oblasti sú považované ukazovatele rentability, ukazovatele finančnej stability a zadlženosti, ukazovatele aktivity a ukazovatele likvidity.

#### 3.3.1 Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability dávajú do pomeru efekt získaný podnikateľskou činnosťou k určitému vloženému kapitálu. Najvyužívanejšie ukazovatele rentability a ich vývoj je znázornený v Tab.3.1.

Tab.3.1 Ukazovatele rentability v rokoch 2010 – 2014

Ukazovateľ	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ROA</b>	(2.4)	2,44 %	0,09 %	5,06 %	0,28 %	-3,72 %
<b>ROE</b>	(2.5)	2,67 %	0,10 %	5,70 %	0,61 %	-5,72 %
<b>ROCE</b>	(2.6)	3,05 %	0,13 %	6,74 %	0,39 %	-5,02 %
<b>ROS</b>	(2.7)	1,42 %	0,04 %	2,51 %	0,14 %	-2,07 %
<b>Rent. nákladov</b>	(2.8)	1,15 %	0,03 %	1,85 %	0,17 %	-1,79 %

Na základe Tab.3.1 možno skonštatovať, že všetky ukazovatele sa vyvíjali rovnakým trendom. Najpriaznivejší rok predstavoval pre spoločnosť Slovnaft, a.s. rok 2012, keď všetky ukazovatele zaznamenali najvyššie percentuálne zastúpenie za celé sledované obdobie. Od tohto roku tieto ukazovatele klesali, pričom v roku 2014 sa všetky dostali do zápornej hodnoty. Príčinou je výsledok hospodárenia za účtovné obdobie 2014, ktorý sa dostal do straty.

Čím vyššia je hodnota rentability aktív, tým lepšie dokáže spoločnosť zhodnocovať vložený kapitál. Rentabilita celkových aktív dosiahla najvyššiu hodnotu 5,06% v roku 2012. Dôvodom bolo najmä zvýšenie EBIT, a to nielen prevádzkového, ale najmä finančného výsledku hospodárenia. V nasledujúcich rokoch dochádzalo k znižovaniu ako aktív, tak aj

zisku pred zdanením, čo malo za následok znižovanie ROA. Prudký pád cien ropy a ropných produktov v 2014 sa prejavil v spoločnosti negatívnym výsledkom hospodárenia, ktorý ovplyvnil aj zápornú hodnotu ukazovateľa ROA. Spoločnosť v tomto roku teda svoj majetok nezhodnocovala.

Podobne ako pri ukazovateľovi ROA bol najúspešnejším obdobím rok 2012, keď rentabilita vlastného kapitálu bola na úrovni 5,70 %. Každé vložené euro tak spoločnosti prinieslo 0,057 Eur. Pokles vlastného kapitálu, i pokles výsledku hospodárenia po zdanení priniesol ďalšie roky so sebou aj pokles ukazovateľa ROE. Porovnaním ukazovateľov rentability možno konštatovať, že bola vyššia dynamika rentability vlastného kapitálu ako rentability aktív, z čoho vyplýva, že použitie cudzieho kapitálu možno považovať za osožné.

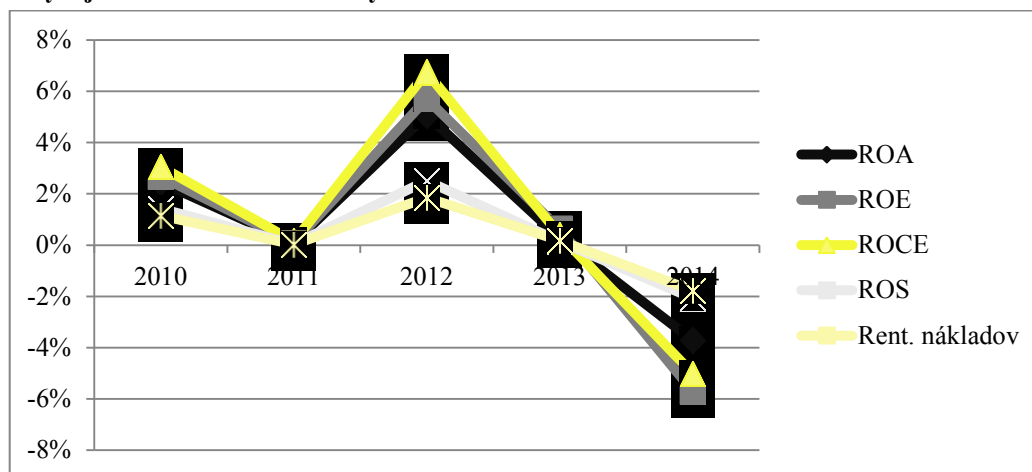
Ukazovateľ rentability investovaného kapitálu zaznamenal najvyššiu hodnotu 6,74 % taktiež v roku 2012. Investície boli orientované najmä do projektov zameraných na zabezpečenie zvýšenia prevádzkovej spoľahlivosti a na zvyšovanie efektívnosti výrobného procesu, no taktiež do modernizácie nosnej rafinárskej výroby a do skvalitňovania distribučného a logistického procesu. Následné znižovanie vlastného kapitálu, zvyšovanie dlhodobých záväzkov a pokles výsledku hospodárenia pred zdanením, spôsobili prepád ROCE v nasledujúcich rokoch.

Pomer zisku po zdanení k celkovým tržbám vyjadruje rentabilita tržieb. Najlepší výsledok tento ukazovateľ dosiahol, podobne ako všetky predchádzajúce ukazovatele, v roku 2012, keď bol na úrovni 2,51%. Na jedno euro tržieb tak pripadalo 0,0251 Eur čistého zisku. Pokles tržieb v ďalšom období, najmä v roku 2014 o 16 %, ako i celková strata spoločnosti poznačili vývoj ukazovateľa ROS. Z výsledkov za posledné sledované obdobie tak možno povedať, že na jedno euro tržieb pripadalo - 0,0207 Eur straty.

Rentabilita nákladov vykazuje približne obdobné hodnoty ako rentabilita tržieb. V najpriaznivejšom roku 2012 tak v spoločnosti jedno euro investované do celkových nákladov prinieslo 0,0185 čistého zisku.

Celkový vývoj ukazovateľov rentability je znázornený v nasledujúcom grafe 3.11.

Graf 3.11 Vývoj ukazovateľov rentability



### 3.3.2 Ukazovatele zadlženosti a finančnej stability

Finančnú stabilitu podniku je možno charakterizovať štruktúrou zdrojov financovania. Finančná stabilita sa dá hodnotiť na základe analýzy vzťahu podnikových aktív a zdrojov, z ktorých sú financované. V Tab.3.2 sú znázornené ukazovatele zadlženosti a finančnej stability spoločnosti Slovnaft, a.s.

Tab.3.2 Ukazovatele zadlženosti a finančnej stability v rokoch 2010 – 2014

Ukazovateľ	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
Podiel VK na aktívach	(2.9)	73,29%	65,04%	64,45%	58,10%	57,48%
Stupeň krytia SA	(2.10)	112,16%	109,44%	125,98%	115,71%	106,58%
Finančná páka	(2.11)	1,36	1,54	1,55	1,72	1,74
Celková zadlženosť	(2.12)	26,71%	34,96%	35,55%	41,90%	42,52%
Zadlženosť VK	(2.13)	36,44%	53,75%	55,16%	72,10%	73,98%
Úrokové krytie	(2.14)	13,57	0,56	16,66	0,69	-5,07
Úrokové zaťaženie	(2.15)	0,07	1,78	0,06	1,44	-0,20

Podiel vlastného kapitálu na aktívach dokazuje, že Slovnaft je finančne samostatný. Spoločnosť najväčšmi kryla svoj majetok vlastnými zdrojmi v roku 2010 na úrovni 73,29 %. Ukazovateľ má však od tohto roku klesajúci trend z ktorého vyplýva, že spoločnosť každým rokom používa na financovanie svojich aktív menej vlastného kapitálu.

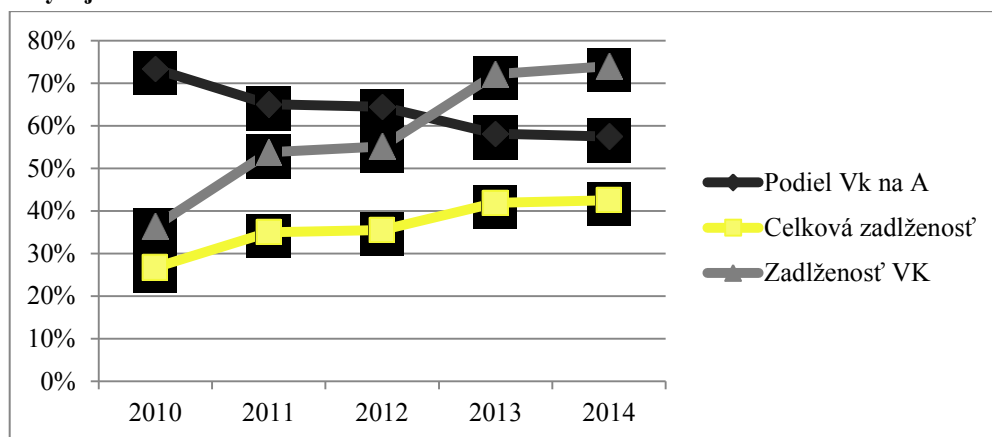
Ukazovateľ stupeň krytia stálych aktív dosiahol svojho maxima v roku 2012, kedy nadobudol hodnotu 125,98% . Napriek nasledujúcemu klesajúcemu trendu, všetky hodnoty

tohto ukazovateľa presahujú cez 100 %, čo predstavuje spodnú hranicu odporúčanej hodnoty. Na základe týchto výsledkov možno skonštatovať, že spoločnosť je finančne stabilná.

Majetkový koeficient, nazývaný aj finančná páka, sa zaoberá vzťahom medzi celkovými aktívami a vlastným majetkom. V sledovanom období má rastúci trend, čo vyjadruje, že čoraz väčšie množstvo aktív pripadá na jedno euro vlastného kapitálu. V poslednom roku 2014 tak na jedno euro vlastného kapitálu pripadalo 1,74 Eur celkových aktív.

Celková zadlženosť vypovedá v akom rozsahu je majetok krytý cudzími zdrojmi. Čím vyššia je hodnota ukazovateľa, tým vyššie je riziko veriteľov. Tento ukazovateľ v čase rástol, najvyššiu percentuálnu hodnotu 42,52 % zaznamenal v roku 2014. Dôvodom boli najmä každoročne sa zvyšujúce dlhodobé záväzky, konkrétne dlhodobé úvery bez krátkodobej časti dlhodobých úverov, no taktiež narastajúce krátkodobé záväzky, v tomto prípade sa jednalo o nárast krátkodobej časti dlhodobých úverov. Napriek všetkým týmto skutočnostiam sa však celková zadlženosť spoločnosti za sledované obdobie pohybovala v optimálnom rozmedzí. Čo sa zadlženosti vlastného kapitálu týka, ten sa za sledované roky nedostal ani raz do optimálneho intervalu typického pre stabilné podniky. Príčinou je pokles vlastného kapitálu a nárast cudzích zdrojov, ako dlhodobých, tak i krátkodobých.

**Graf 3.12 Vývoj ukazovateľov zadlženosti**



Ukazovateľ úrokového krytia by mal vykazovať rastúci trend. V prípade Slovnaftu dosiahol tento ukazovateľ maximum v roku 2012, kedy boli úroky pokryté 16,66krát ziskom. Ďalšími rokmi však ukazovateľ úrokového krytia klesal a v roku 2014 sa dostal do zápornej hodnoty, čo bolo spôsobené jednak zvýšením úrokov o 74 % oproti roku 2013, no taktiež negatívnym výsledkom hospodárenia pred zdanením.

### 3.3.3 Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity podávajú informácie o tom, ako efektívne daná spoločnosť hospodári so svojimi aktívami a akú vyjednávaciu silu má voči svojim dodávateľom. Prehľad jednotlivých ukazovateľov aktivity je znázornený v Tab.3.3.

Tab.3.3 Ukazovatele aktivity v rokoch 2010 - 2014

Ukazovateľ	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Obrátka celkových aktív</b>	(2.16)	1,72	2,16	2,01	2,04	1,80
<b>Doba obratu aktív(dni)</b>	(2.17)	209,33	166,54	178, 67	176,10	200,27
<b>Doba obratu zásob (dni)</b>	(2.18)	19,73	17,85	18,07	19,15	20,14
<b>Doba obratu pohľadávok (dni)</b>	(2.19)	24,07	25,85	28,27	28,60	21,06
<b>Doba obratu záväzkov (dni)</b>	(2.20)	55,91	58,22	63,52	73,78	85,16

Trend ukazovateľa obrátky celkových aktív by mal byť rastúci, pretože čím vyššia je jeho hodnota, tým spoločnosť využíva svoj majetok efektívnejšie. Pri pohľade na prvý a posledný sledovaný rok možno skonštatovať, že obrátka celkových aktív v čase narástla. Majetok bol však najefektívnejšie využívaný v roku 2011, kedy spoločnosť obrátila svoje aktíva 2,16krát. Naopak, najpomalšia obrátka nastala v roku 2010, kedy sa celkové aktíva obrátili na tržby iba 1,72krát.

Doba obratu aktív dosahuje najvyššie hodnoty spomedzi všetkých ukazovateľov doby obratu. Tento ukazovateľ však v čase klesá, čo je pre spoločnosť žiaduce, nakoľko pokles doby obratu aktív predstavuje vyššiu efektívnosť ich využívania. Najnižšia hodnota je zaznamenaná v roku 2011, kedy sa celkové aktíva na tržby premenili za 166,54 dní.

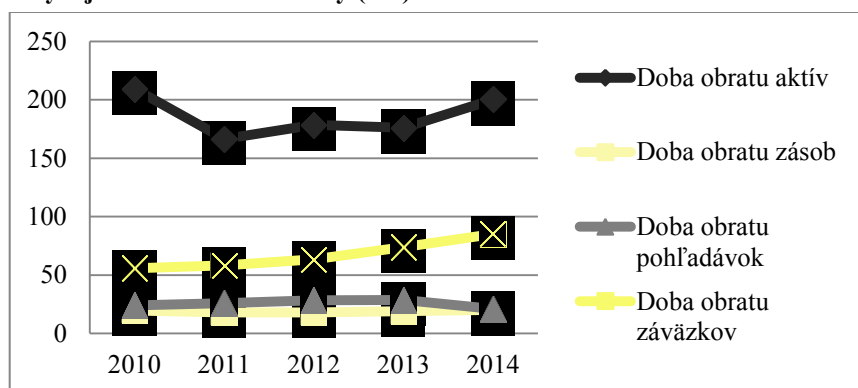
Za aký čas sa zásoby premenia na tržby vyjadruje doba obratu zásob, pričom tento ukazovateľ by mal mať klesajúci trend. Pokles tohto ukazovateľa nastal iba v roku 2011, kedy sa zásoby premenili na tržby za 17,85 dní. Od tohto roku však hodnoty doby obratu rástli vplyvom zvyšujúcich sa zásob, najmä nakúpenej ropy a nedokončenej výroby a polotovarov. V roku 2014 tak trvalo 20,14 dní, kým sa zásoby premenili na tržby spoločnosti.

U doby obratu pohľadávok je preferovaný čo najnižší počet dní. Do roku 2013 doba obratu pohľadávok rástla a dosiahla svoje maximum 28,60 dní. To znamená, že 28,60 dní trvalo od vzniku nároku na platbu k inkasu pohľadávky. V roku 2014 však došlo k náhlemu poklesu o približne 7 dní, zapríčineným znížením pohľadávok z obchodného styku.

Doba splácania záväzkov vypovedá o platobnej disciplíne podniku voči jeho dodávateľom. V roku 2010 spoločnosti Slovnaft trvalo 55,91 dní, kým uhradila svoje záväzky od momentu ich vzniku. V nasledujúcich rokoch mal tento ukazovateľ rastúci trend.

Počas celého sledovaného obdobia doba obratu záväzkov prevyšovala dobu obratu pohľadávok. V rámci zachovania dostatočnej likvidity, spoločnosť by mala najprv prostriedky získať od svojich odberateľov a následne hradiť záväzky dodávateľom. Spoločnosť rýchlejšie inkasuje pohľadávky ako uhrádza svoje záväzky, čím potvrdzuje pravidlo solventnosti.

Graf 3.13 Vývoj ukazovateľov aktivity (dni)



### 3.3.4 Ukazovatele likvidity

Ukazovatele likvidity vypovedajú o platobnej schopnosti spoločnosti. Informujú o schopnosti spoločnosti hradiť krátkodobé záväzky pomocou likvidných prostriedkov. V Tab.3.4 sú zobrazené jednotlivé ukazovatele likvidity v rokoch 2010 – 2014.

Tab.3.4 Ukazovatele likvidity v rokoch 2010 - 2014

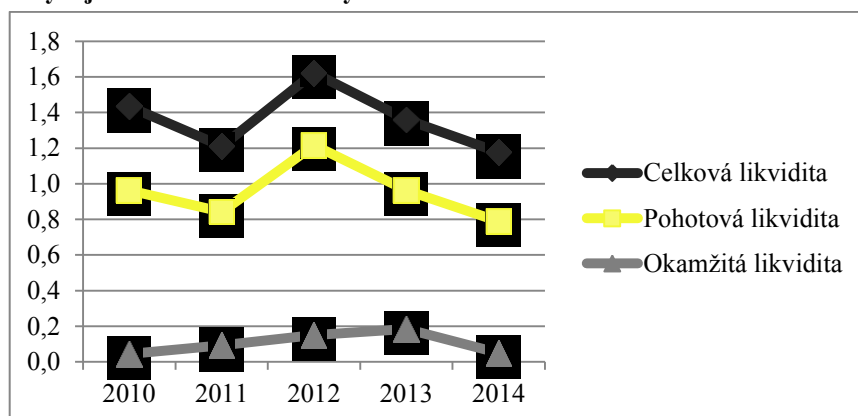
Ukazovateľ	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Celková likvidita</b>	(2.21)	1,43	1,21	1,62	1,36	1,18
<b>Pohotová likvidita</b>	(2.22)	0,96	0,84	1,22	0,96	0,79
<b>Okamžitá likvidita</b>	(2.23)	0,04	0,09	0,15	0,18	0,05
<b>ČPK (v tis. Eur)</b>	(2.24)	176 712	134 312	364 113	225 542	99 993

Likvidita 3. stupňa, teda celková likvidita má odporúčaný interval od 1,5 – 2,5. Ukazovateľ celkovej likvidity spadá do tohto intervalu jedine v roku 2012, avšak dôležité je, aby hodnota bola vyššia ako 1, teda aby podnik s dostatočnou rezervou kryl svoje dlhy. Hodnoty tohto ukazovateľa spoločnosti Slovnaft s výnimkou roku 2012 síce nespádajú do odporúčaného intervalu, avšak všetky hodnoty sú vyššie ako 1. Môže to byť spôsobené tým, že časť obežných aktív tvoria nepredajné zásoby.

Odporúčané hodnoty ukazovateľa pohotovej likvidity by sa mali pohybovať v rozmedzí od 1,0 do 1,5. Podobne ako pri celkovej likvidite, ani pohotovú likviditu nedosahuje referenčné hodnoty, s výnimkou v roku 2012. V tomto roku spoločnosť disponovala najvyšším objemom obežných aktív počas sledovaného obdobia. V ostatných rokoch objem krátkodobých záväzkov prevyšoval objem finančného majetku a pohľadávok z obchodného styku.

Okamžitá likvidita pracuje pri výpočte s najlikvidnejšou časťou obežného majetku a mala by dosahovať výšku aspoň 0,2. To sa spoločnosti nepodarilo ani v jedno sledované obdobie, avšak rok 2013 sa k tejto hodnote najviac približuje. V tomto roku spoločnosť disponovala najvyššou čiastkou peňazí a peňažných ekvivalentov počas celého obdobia. Zvyšné roky dosahujú hodnoty, ktoré nie je možné považovať za uspokojivé.

**Graf 3.14 Vývoj ukazovateľov likvidity**



Pre zaistenie likvidity spoločnosti by mali obežné aktíva prevyšovať krátkodobé záväzky. Čistý pracovný kapitál sa ani v jedno obdobie nedostal do záporného výsledku, obežné aktíva spoločnosti tak každý rok prevyšovali krátkodobé záväzky. Najvyššia hodnota bola zaznamenaná v roku 2012, od tohto roku čistý pracovný kapitál klesal, pričom v roku 2014 nadobudol najnižšej hodnoty počas celého obdobia.

### 3.4 Súhrnné indexy hodnotenia finančnej úrovně

Okrem jednotlivých pomerových ukazovateľov existujú aj tzv. súhrnné modely (indexy), pomocou ktorých je možné vyjadriť finančné zdravie a výkonnosť podniku jedným číslom. Tieto modely sú ďalej delené na bankrotné a bonitné, pričom pre potreby tejto práce bol vybraný Altmanov model, Kralickov Quick – test a Index IN05.



### 3.4.1 Altmanov model

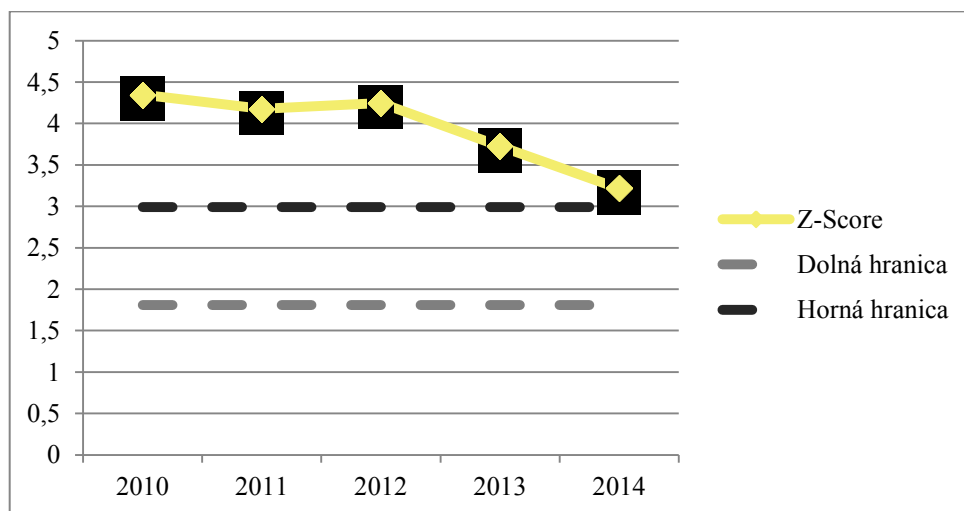
Altmanov model, nazývaný tiež aj Z-score, sa radí medzi modely bankrotné. V Tab.3.5 je prevedený výpočet tohto modelu. Nakoľko sú akcie spoločnosti primárne kótované na Burze cenných papierov v Bratislave, výpočet je stanovený na základe vzorca (2.25). Určenie tržných cien akcií je na základe priemeru ceny akcií na začiatku a na konci daného roku. Tieto hodnoty sú zistené z internetovej stránky Burzy cenných papierov v Bratislave.

Tab.3.5 Vývoj hodnôt Altmanovho modelu v rokoch 2010-2014

Ukazovateľ	2010	2011	2012	2013	2014
<b>1,2x<sub>1</sub></b>	0,287	0,352	0,404	0,373	0,305
<b>1,4x<sub>2</sub></b>	0,397	0,338	0,353	0,282	0,261
<b>3,3x<sub>3</sub></b>	0,024	0,001	0,051	0,003	-0,037
<b>0,6x<sub>4</sub></b>	2,744	1,861	1,813	1,387	1,352
<b>1,0x<sub>5</sub></b>	1,720	2,162	2,015	2,044	1,798
<b>Z-score</b>	<b>4,347</b>	<b>4,177</b>	<b>4,249</b>	<b>3,727</b>	<b>3,217</b>

Hoci Z-Score od roku 2010 postupne klesal, spoločnosť sa počas sledovaného obdobia neocitla ani raz v zóne, ktorá značí pravdepodobnosť bankrotu, a taktiež ani v tzv. šedej zóne. Všetky hodnoty Z-Score od roku 2010 do roku 2014 sú vyššie ako hranica 2,99 bodov. Na základe tejto skutočnosti možno povedať, že spoločnosť Slovnaft je finančne stabilnou firmou, pre ktorú je nepravdepodobné, že by v najbližšej budúcnosti mala mať finančné problémy.

Graf 3.15 Altmanov model



### 3.4.2 Kralickov Quick – test

Spomedzi kategórie bonitných modelov bol vybraný Kralickov Quick – test, ktorého základom je určenie štyroch ukazovateľov R1, R2, R3 a R4. Hodnoty týchto ukazovateľov zachytáva Tab.3.6.

Tab.3.6 Kralickov Quick - test

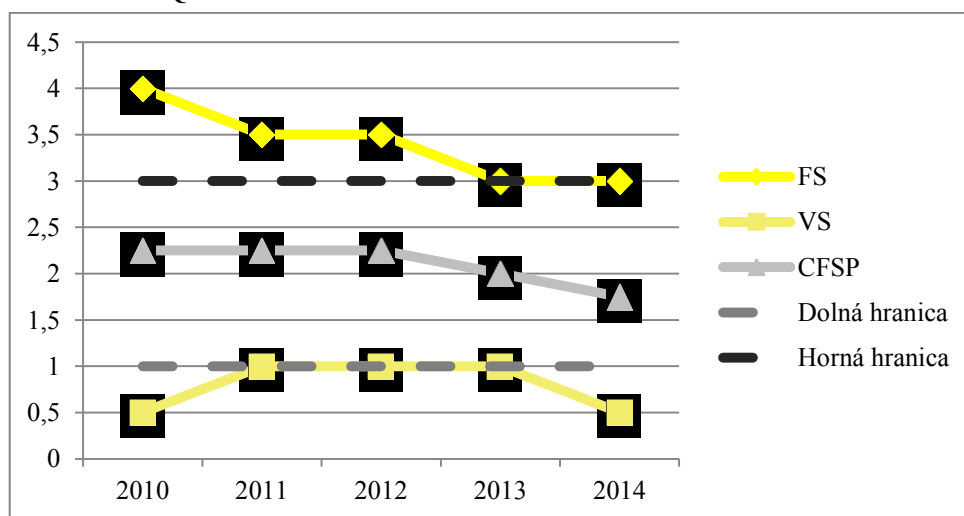
Ukazovateľ	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
R1	(2.29)	0,733	0,650	0,644	0,581	0,575
R2	(2.30)	-4316,082	3,910	4,491	6,634	10,558
R3	(2.31)	0,024	0,001	0,051	0,003	-0,037
R4	(2.32)	-0,00003	0,038	0,035	0,027	0,022

Následne sú ukazovateľom pridelené body, pričom hraničné body predstavujú čísla 1 a 3.

Tab.3.7 Bodové hodnoty Kralickovho – Quick testu

Ukazovateľ	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
R1		4	4	4	4	4
R2		4	3	3	2	2
R3		1	1	1	1	0
R4		0	1	1	1	1
FS	(2.33)	4	3,5	3,5	3	3
VS	(2.34)	0,5	1	1	1	0,5
CFSP	(2.35)	2,25	2,25	2,25	2	1,75

Graf 3.16 Kralickov – Quick test



Z Tab.3.7 a taktiež aj z grafu 3.16 možno vidieť, že finančná situácia spoločnosti vykazovala veľmi priaznivé výsledky. Počas sledovaného obdobia sa pohybovala nad hornou hranicou, a i napriek poklesu v posledných dvoch rokoch sa stále držala na hodnote 3.

Výnosová situácia až také pozitíva nepriniesla. Hoci sa v rokoch 2011, 2012 a 2013 udržiavala na bode 1, v rokoch 2010 a 2014 sa prepadla pod úroveň dolnej hranice.

I napriek klesajúcej celkovej finančnej stabilite podniku sa tento súhrnný ukazovateľ nedostal pod bod predstavujúci dolnú hranicu, ktorá naznačuje veľmi zlú situáciu podniku. Celková finančná stabilita spoločnosti sa pohybovala v intervale 1 až 3, radí sa teda do šedej zóny, kedy podnik nemožno radiť medzi úspešný, ale ani problémový. Vylepšenie výnosovej situácie Slovnaftu by následne prinieslo zvýšenie súhrnného ukazovateľa finančnej situácie, a tým teda aj zvýšenie jeho bonity.

### 3.4.3 Index IN05

Posledným vybraným modelom hodnotiacim finančné zdravie podniku predstavuje Index IN05 Inky a Ivana Neumaierovcov, ktorý patrí medzi bankrotné – bonitné modely. Určuje tak, aká je pravdepodobnosť, že podnik zbankrotuje a zároveň schopnosť podniku tvoriť hodnotu pre jeho vlastníkov. Index IN05 bol vypočítaný na základe vzorca (2.36) a je vyobrazený v nasledujúcej Tab.3.8.

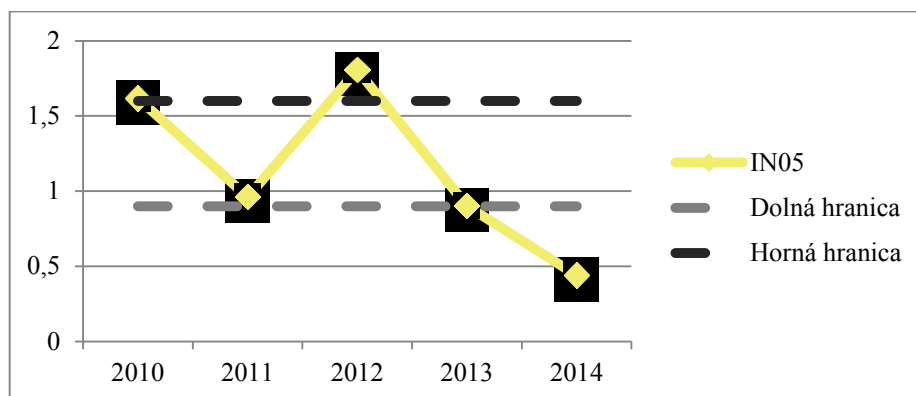
Tab.3.8 Index IN05

Ukazovateľ	Index	2010	2011	2012	2013	2014
<b>A/CZ</b>	0,13	3,744	2,861	2,813	2,387	2,352
<b>EBIT/NÚ</b>	0,04	13,566	0,562	16,656	0,694	-5,066
<b>EBIT/A</b>	3,97	0,024	0,001	0,051	0,003	-0,037
<b>V/A</b>	0,21	1,729	2,167	2,037	2,051	1,802
<b>OA/KZ</b>	0,09	1,433	1,210	1,623	1,360	1,177
<b>IN05</b>		<b>1,618</b>	<b>0,962</b>	<b>1,807</b>	<b>0,902</b>	<b>0,440</b>

Vývoj Indexu IN05 bol veľmi kolísavý, čo pre lepšie znázornenie zobrazuje graf 3.17. Len v roku 2010 a 2012, kedy spoločnosť vykazovala priaznivé výsledky EBIT-u, sa jej podarilo presiahnuť hornú hranicu 1,6. V týchto rokoch tak Slovnaft vytváral hodnotu pre svojich vlastníkov a bol finančne zdravý. Kým v roku 2011 a 2013 sa držal na spodnej hranici 0,9, v roku 2014 sa pod ňu prepadol. Dôvodom bolo najmä výrazné zníženie výsledku hospodárenia pred zdanením, pričom v roku 2014 sa spoločnosť prvýkrát za sledované obdobie ocitla v strate. Ak spoločnosť bude v tomto rapidnom poklese pokračovať a držať sa

pod dolnou hranicou, podľa Inky a Ivana Neumaierovcov mu hrozí 97 % pravdepodobnosť bankrotu. Všeobecne však možno povedať, že Slovnaft sa počas sledovaného obdobia s výnimkou roku 2014 udržiaval v intervale 0,9 až 1,6, a tým tak so 70% pravdepodobnosťou vytváral hodnotu pre vlastníkov.

Graf 3.17 Index IN05



### 3.5 Stanovenie nákladov kapitálu

Pre stanovenie nákladov kapitálu sa často používajú tzv. stavebnicové metódy, ktoré oceňujú rôzne zložky rizika. Stavebnicový model je využívaný aj v Slovenskej republike, pričom dôvodom je najmä nedostatočne rozvinutý kapitálový trh. Pomocou tejto metódy sú stanovené aj náklady na kapitál spoločnosti Slovnaft, a.s., kde sú najskôr stanovené jednotlivé rizikové prirážky a následne tak určené náklady kapitálu.

Prvým nevyhnutým krokom je získanie hodnôt bezrizikových sadziieb. Ich hodnoty sú stotožňované s výnosnosťou štátnych dlhopisov Slovenskej republiky, pretože práve tieto hodnoty sú považované za bezrizikové. Bezrizikové sadzby v rokoch 2010 – 2014 sú uvedené v nasledujúcej Tab.3.9 a boli získané z webovej stránky Európskej centrálnej banky.

Tab.3.9 Hodnoty bezrizikovej sadzby za roky 2010 - 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Bezriziková sadzba <math>R_F</math></b>	3,87%	4,42%	4,55%	3,19%	2,07%

Ďalší postup predstavuje stanovenie rizikových prirážok a to konkrétne rizikovej prirážky za veľkosť podniku  $R_{LA}$ , rizikovej prirážky charakterizujúcej produkčnú silu podniku  $R_{podnik}$  a rizikovej prirážky finančnej stability na báze likvidity  $R_{finstab}$ . Výpočty boli prevedené na základe metodiky uvedenej v Podkapitole 2.5.2.

**Tab.3.10 Riziková prirážka za veľkosť podniku (v tis. Eur a v %)**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ÚZ</b>	1 542 540	1 469 082	1 648 275	1 585 498	1 568 429
<b>R<sub>LA</sub></b>	0%	0%	0%	0%	0%

Úplatné zdroje boli určené na základe vzorca (2.52). Výška rizikovej prirážky za veľkosť podniku bola počas sledovaného obdobia 0 %, pretože úplatné zdroje prevyšovali hornú hranicu 110 872,94 tis. Eur. Hodnoty hornej aj dolnej hranice boli z Českej koruny prekonvertované na menu Eur pomocou aktuálneho kurzu uvedeného na webovej stránke Národnej banky Slovensko.

**Tab.3.11 Riziková prirážka charakterizujúca produkčnú silu podniku (v tis. Eur a v %)**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ÚZ</b>	1 542 540	1 469 082	1 648 275	1 585 498	1 568 429
<b>A</b>	2 038 157	2 195 194	2 350 393	2 287 769	2 184 582
<b>i</b>	7,53%	8,93%	5,35%	3,61%	5,13%
<b>X1</b>	5,70%	5,98%	3,75%	2,50%	3,68%
<b>ROA</b>	2,44%	0,09%	5,06%	0,28%	-3,72%
<b>R<sub>podnik</sub></b>	3,27%	9,69%	1,00%	7,88%	10%

Aby sa mohla určiť hodnota rizikovej prirážky za produkčnú silu, je potrebné najprv stanoviť veľkosť ukazovateľa  $XI$ , a to na základe vzorca (2.53). Následne sa ukazovateľ ROA (EBIT/A) porovnáva práve s hodnotami ukazovateľa  $XI$ . V roku 2010, 2011 a 2013 bola hodnota  $XI$  väčšia ako hodnota ROA, výpočet rizikovej prirážky za produkčnú silu tak prebehol pomocou vzorca (2.54). Naopak, v roku 2012 ROA prevyšovala hodnotu  $XI$ , a tak sa riziková prirážka  $R_{podnik}$  rovnala minimálnej hodnote v odvetví v danom roku. Nakoľko má spoločnosť Slovnaft dominantné postavenie, predpokladaná minimálna úroveň v odvetví bola stanovená na 1 %. V poslednom sledovanom roku 2014 predstavovala hodnota rizikovej prirážky 10 %, pretože ukazovateľ ROA bol menší ako 0.

**Tab.3.12 Riziková prirážka finančnej stability na báze likvidity (v absolútnych hodnotách a v %)**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>L3</b>	1,43	1,21	1,62	1,36	1,18
<b>R<sub>finstab</sub></b>	5,06%	7,39%	3,42%	5,78%	7,78%

Pri určovaní rizikovej prirážky za finančnú stabilitu sa celková likvidita L3 porovnáva s odporúčanými hodnotami  $XI1 = 1$  a  $XI2 = 2,5$ . Hodnota celkovej likvidity sa nachádza

počas celého sledovaného obdobia medzi týmito dvoma hodnotami, preto sa riziková prirážka finančnej stability na báze likvidity určila pomocou vzorca (2.55).

Posledný krok predstavuje stanovenie nákladov vlastného kapitálu pomocou stavebnicovej metódy. Celkové náklady nezadlženej spoločnosti  $WACC_U$  boli vypočítané sčítaním bezrizikovej sadzby a všetkých troch rizikových prirážok podľa vzorca (2.49).  $WACC_L$ , čiže celkové náklady zadlženej spoločnosti sa následne určili pomocou vzorca (2.50). Celková hodnota nákladov na vlastný kapitál  $R_E$  bola stanovená na základe vzorca (2.51) a je zobrazená v Tab.3.13.

**Tab.3.13 Výpočet nákladov vlastného kapitálu stavebnicovou metódou**

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b><math>R_F</math></b>	3,87%	4,42%	4,55%	3,19%	2,07%
<b><math>R_{LA}</math></b>	0%	0%	0%	0%	0%
<b><math>R_{podnik}</math></b>	3,27%	9,69%	1,00%	7,88%	10%
<b><math>R_{finstab}</math></b>	5,06%	7,39%	3,42%	5,78%	7,78%
<b><math>WACC_U</math></b>	12,19%	21,49%	8,97%	16,85%	19,85%
<b><math>WACC_L</math></b>	12,14%	21,42%	8,88%	16,42%	19,23%
<b><math>R_E</math></b>	<b>12,54%</b>	<b>22,15%</b>	<b>9,71%</b>	<b>20,31%</b>	<b>24,78%</b>

V prvých dvoch rokoch sledovaného obdobia sa náklady na vlastný kapitál zvýšili predovšetkým kvôli nárastu bezrizikovej sadzby, rizikovej prirážky za produkčnú silu podniku a taktiež aj rizikovej prirážky za finančnú stabilitu. V nasledujúcom roku 2012 sa pokles týchto dvoch prirážok prejavil aj na poklese  $WACC_U$  spolu s  $WACC_L$  a tým pádom aj na celkových nákladoch na vlastný kapitál. V tomto roku dosiahli náklady vlastného kapitálu najnižšiu hodnotu spomedzi sledovaných rokov, a to 9,71 %. Od tohto roku však nasledoval opätovný nárast, pričom v roku 2014 dosiahli celkové náklady na vlastný kapitál najvyššiu hodnotu 24,78 %. Dôvodom bolo zvýšenie rizikovej prirážky za produkčnú silu podniku spolu s rizikovou prirážkou za finančnú stabilitu na báze likvidity.

### **3.6 Stanovenie ekonomickej pridanej hodnoty – ukazovateľ EVA**

Pre stanovenie ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty je dôležité poznať ukazovateľ rentability vlastného kapitálu ROE, náklady vlastného kapitálu  $R_E$  a v neposlednom rade vlastný kapitál VK. Hodnota ukazovateľa EVA bola vypočítaná na báze zúženého hodnotového rozpätia, metóde označovanej ako EVA – Equity. Jej výpočet bol

prevedený pomocou vzorca (2.40) a je zobrazený v Tab.3.14 spolu s hodnotami Spreadu ( $ROE - R_E$ ).

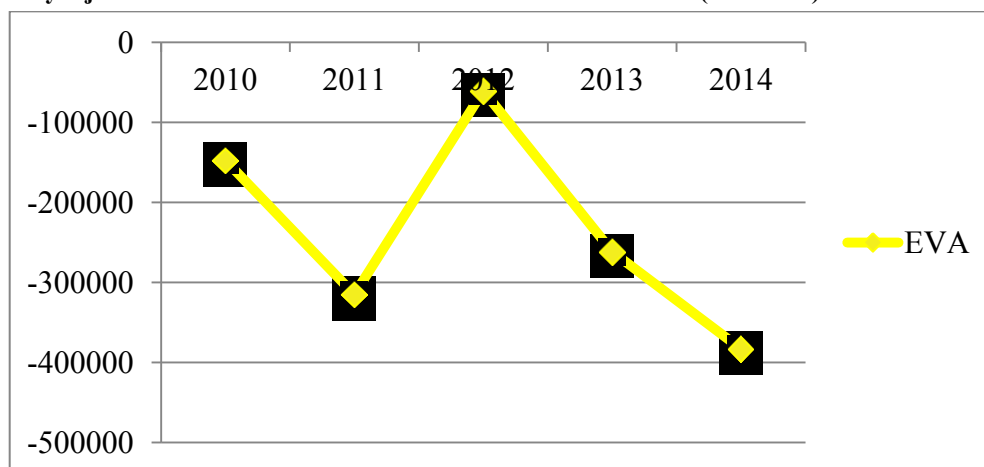
**Tab.3.14 Výpočet EVA (v % a v tis. Eur)**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ROE</b>	2,67%	0,10%	5,70%	0,61%	-5,72%
<b>R<sub>E</sub></b>	12,54%	22,15%	9,71%	20,31%	24,78%
<b>Spread</b>	-9,87%	-22,05%	-4,01%	-19,69%	-30,50%
<b>VK</b>	1 493 811	1 427 782	1 514 816	1 329 303	1 255 647
<b>EVA</b>	<b>-147 464</b>	<b>-314 770</b>	<b>-60 738</b>	<b>-261 761</b>	<b>-382 927</b>

Hodnoty ukazovateľa EVA sú počas celého sledovaného obdobia záporné, čo vyjadruje, že spoločnosť nevytvára žiadnu dodatočnú hodnotu. Navyše ak ukazovateľ EVA dosahuje záporné hodnoty, dochádza v spoločnosti k zníženiu hodnoty kapitálu, ktorý vlastníci vložili do podniku. Dôvodom záporných hodnôt ukazovateľa EVA je rovnako záporná veľkosť hodnotového rozpätia Spread, čo znamená, že výnosnosť vlastného imania je nižšia, než jeho nákladovosť. Daná investícia tak pre vlastníka neprináša dodatočnú hodnotu.

Vývoj ukazovateľa EVA je znázornený v grafe 3.18. Najvyššiu zápornú hodnotu dosahuje EVA v roku 2014, kedy sa rentabilita vlastného kapitálu jedinýkrát spomedzi sledovaných rokov ocitla v mínuse. Naopak, ukazovateľ ROE bol najväčší v roku 2012 a v tomto roku aj ekonomická pridaná hodnota zaznamenala najnižšiu zápornú hodnotu. Pre hlbšie nazretie do problematiky záporného ukazovateľa EVA je prevedený v Podkapitolách 3.7.1 a 3.7.2. pyramídový rozklad tohto ukazovateľa pomocou vybraných metód.

**Graf 3.18 Vývoj ukazovateľa EVA za sledované obdobie 2010 – 2014 (v tis. Eur)**



### 3.7 Pyramídové rozklady ukazovateľa EVA

Princípom konštrukcie pyramídovej sústavy je postupný rozklad vrcholového ukazovateľa na čiastkové ukazovatele, ktoré sú výsledkom rozkladu. V tejto časti kapitoly je prevedený rozklad ukazovateľa EVA a to pomocou funkcionálnej metódy a následne pre porovnanie aj pomocou metódy integrálnej. Popis oboch metód sa nachádza v Podkapitole 2.6. a schéma rozkladu ekonomickej pridanej hodnoty je znázornená v Prílohe č.7

#### 3.7.1 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA pomocou funkcionálnej metódy

Pyramídový rozklad EVA sa člení do dvoch úrovní. V prvej úrovni je vrcholový ukazovateľ rozložený na dva hlavné, ktorými sú ukazovatele VK a Spread. V ďalšom kroku nastáva viacúrovňový rozklad EVA, pričom sú vyčíslené ostatné čiastkové ukazovatele. Pri pyramídovom rozklade EVA bola využitá aditívna väzba a funkcionálna metóda. Hodnoty vplyvu jednotlivých čiastkových ukazovateľov na vrcholový činiteľ za všetky sledované medziobdobia sú zobrazené v Prílohách č.8 až 11, pričom poradie vplyvov je zoradené od najvyššej kladnej, po najvyššiu zápornú hodnotu.

Nasledujúca Tab.3.17 zachytáva prvú úroveň rozkladu ekonomickej pridanej hodnoty.

Tab.3.17 Prvá úroveň rozkladu ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou (v tis. Eur)

	2010/2011		2011/2012		2012/2013		2013/2014	
Ukazovateľ	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie
EVA-Equity	-167 305	-	254 032	-	-201 023	-	-121 166	-
VK	10 537	1.	-11 339	2.	21 984	1.	18 483	1.
Spread	-177 843	2.	265 370	1.	-223 008	2.	-139 649	2.

Z prvej úrovne rozkladu ekonomickej pridanej hodnoty pomocou funkcionálnej metódy možno skonštatovať, že tam, kde má vlastný kapitál kladný vplyv na vrcholový ukazovateľ, má Spread vplyv negatívny a naopak. Vlastný kapitál kladne vplýva na ukazovateľ EVA počas celého sledovaného obdobia s výnimkou medzi rokmi 2011/2012, kedy znížil vrcholový ukazovateľ o 11 339 tis. Eur.

Tab.3.17 značí, že rozdiel medzi ukazovateľom ROE a  $R_E$ , teda Spread, priniesol jediný pozitívny vplyv na medziročnú zmenu ukazovateľa EVA v období 2011/2012 a to konkrétne o 265 370 tis. Eur. Po ostatné roky vplýval Spread na EVA negatívne, najväčšmi



v 2012/2013, kedy medziročnú zmenu vrcholového ukazovateľa znížil o 223 008 tis. Eur. Podrobnejšia analýza a vyčíslenie vplyvov čiastkových ukazovateľov pôsobiacich na ukazovateľ EVA je znázornený v nasledujúcej Tab.3.18.

Tab.3.18 Vplyvy pôsobiace na ukazovateľ EVA vypočítané funkcionálnou metódou (v tis. Eur)

	2010/2011		2011/2012		2012/2013		2013/2014	
Ukazovateľ	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie
EVA-Equity	-167 305	-	254 032	-	-201 023	-	-121 166	-
VK	10 537	1.	-11 339	2.	21 984	1.	18 483	1.
Spread	-177 843	2.	265 370	1.	-223 008	2.	-139 649	2.
VK	10 537	1.	-11 339	11.	21 984	3.	18 483	2.
R <sub>F</sub>	-8 221	8.	-2 009	9.	26 106	2.	21 519	1.
R <sub>LA</sub>	0	-	0	-	0	-	0	-
R <sub>podnik</sub>	-96 856	11.	126 934	1.	-131 655	11.	-40 751	10.
R <sub>finstab</sub>	-35 203	10.	58 021	3.	-45 098	9.	-38 561	9.
EAT/EBIT	-2 792	5.	1 740	6.	33 632	1.	15 091	3.
T/A	5 129	3.	-3 032	10.	991	6.	5 754	6.
CZ/VK	8 106	2.	1 088	7.	15 375	4.	-992	8.
A/CZ	-5 652	6.	-704	8.	-9 461	7.	574	7.
NÚ/T	-812	4.	2 397	5.	2 335	5.	13 560	4.
DzP/T	-8 074	7.	22 128	4.	-32 567	8.	13 011	5.
EAT/T	-33 468	9.	58 809	2.	-82 585	10.	-128 853	11.

Hodnota ukazovateľa EVA v rokoch 2010/2011 poklesla o 167 305 tis. Eur. Najväčší negatívny vplyv na túto zmenu zaznamenal ukazovateľ R<sub>podnik</sub>, konkrétne o -96 856 tis. Eur a to najmä kvôli značnému prepadu výsledku hospodárenia za účtovné obdobie 2011. K zápornej zmene EVA značne prispel aj ukazovateľ R<sub>finstab</sub>, ktorý poklesol o 35 203 tis. Eur spolu s EAT/T, ktorý sa prepadol o 33 468 tis. Eur. Naopak, kladne na zmenu hodnoty EVA vplýval vlastný kapitál o 10 537 tis. Eur, a taktiež aj CZ/VK o 8 106 tis. Eur.

Ukazovateľ rizikovej prirážky za produkčnú silu podniku R<sub>podnik</sub> najviac vplýval na zmenu EVA v období 2011/2012, oproti predchádzajúcemu obdobiu však kladne o 126 934 tis. Eur. Spolu s ukazovateľom EAT/T, R<sub>finstab</sub> a DzP/T najväčšími prispeli k tomu, že zmena ukazovateľa EVA bola pozitívna vo výške 254 032 tis. Eur. Negatívny vplyv sa na ukazovateľovi EVA prejavil, v porovnaní s kladným vplyvom, len čiastočne. Záporne vplývali ukazovatele VK, T/A, R<sub>F</sub> a A/CZ.

V rokoch 2012/2013 bola zmena vrcholového ukazovateľa EVA najviac negatívna spomedzi celého sledovaného obdobia, konkrétne vo výške -201 023 tis. Eur. Negatívne vplýval najväčšmi ukazovateľ  $R_{podnik}$ , a to o -131 655 tis. Eur. Dôvodom bol znova najmä výrazný prepád výsledku hospodárenia za rok 2013. K zápornému vplyvu prispeli, podobne ako aj v rokoch 2010/2011, najmä ukazovatele EAT/T a  $R_{finstab}$ . Najväčší kladný vplyv, 33 632 tis. Eur, mal ukazovateľ EAT/EBIT, spolu s  $R_F$  so zmenou o 26 106 tis. Eur a taktiež aj s vlastným kapitálom, ktorý kladne vplýval vo výške 21 984 tis. Eur.

V poslednom sledovanom období 2013/2014 mal na zmenu EVA najvýraznejší negatívny dopad ukazovateľ EAT/T vo výške -128 853 Eur. Príčinou je zmena čistého zisku spoločnosti, ktorá práve v tomto období nadobudla najvyššiu zápornú hodnotu spomedzi všetkých sledovaných medziročných zmien. Ukazovatele  $R_{podnik}$  a  $R_{finstab}$ , podobne ako aj v predchádzajúcom období, značne prispeli k negatívnej zmene vrcholového ukazovateľa, jednotlivo -40 751 tis. Eur a -38 561 tis. Eur. Bezriziková sadzba, vlastný kapitál a podiel EAT/EBIT vplývali najviac pozitívne na ukazovateľ EVA, a to vo výškach 21 519 tis. Eur prvý, 18 483 tis. Eur druhý a 15 091 tis. Eur tretí ukazovateľ. Ďalej sa ako kladný ukázal vplyv ukazovateľov  $NÚ/T$ ,  $DzP/T$ ,  $T/A$  a  $A/CZ$ .

### 3.7.2 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA pomocou integrálnej metódy

Postup pri pyramídovom rozklade EVA ostáva rovnaký ako v predchádzajúcej podkapitole 3.7.1, avšak namiesto funkcionálnej metódy je aplikovaná metóda integrálna. V prílohách č.12 až 15 sú uvedené pyramídové rozklady EVA za obdobie 20010 – 2014 pomocou integrálnej metódy. Poradie vplyvov je aj v tomto prípade usporiadané od najvyššej kladnej, po najvyššiu zápornú hodnotu.

Tab.3.19 zobrazuje prvú úroveň rozkladu ukazovateľa EVA na základe integrálnej metódy.

Tab.3.19 Prvá úroveň rozkladu ukazovateľa EVA integrálnou metódou (v tis. Eur)

	2010/2011		2011/2012		2012/2013		2013/2014	
Ukazovateľ	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie	Vplyv	Poradie
<b>EVA-Equity</b>	-167 305	-	254 032	-	-201 023	-	-121 166	-
<b>VK</b>	6 219	1.	-20 451	2.	6 498	1.	13 610	1.
<b>Spread</b>	-173 525	2.	274 483	1.	-207 521	2.	-134 776	2.

Podobne ako pri pyramídovom rozklade EVA pomocou funkcionálnej metódy, aj v tomto prípade má vlastný kapitál pozitívny vplyv na zmenu EVA počas celého sledovaného obdobia okrem rokov 2011/2012, kedy hodnotu zmeny EVA znižoval o 20 451 tis. Eur. V obdobiach, kedy vlastný kapitál pozitívne vplýval na vrcholový ukazovateľ, Spread prinášal vplyv negatívny. Kladne však vplýval jedinýkrát na zmenu EVA v období 2011/2012, a to o 274 483 tis. Eur.

**Tab.3.20 Vplyvy pôsobiace na ukazovateľ EVA vypočítané integrálnou metódou (v tis. Eur)**

	2010/2011		2011/2012		2012/2013		2013/2014	
<b>Ukazovateľ</b>	<b>Vplyv</b>	<b>Poradie</b>	<b>Vplyv</b>	<b>Poradie</b>	<b>Vplyv</b>	<b>Poradie</b>	<b>Vplyv</b>	<b>Poradie</b>
<b>EVA-Equity</b>	-167 305	-	254 032	-	-201 023	-	-121 166	-
<b>VK</b>	6 219	1.	-20 451	2.	6 498	1.	13 610	1.
<b>Spread</b>	-173 525	2.	274 483	1.	-207 521	2.	-134 776	2.
<b>VK</b>	6 219	3.	-20 451	11.	6 498	6.	13 610	2.
<b>R<sub>F</sub></b>	-8 021	7.	-2 078	10.	24 293	3.	20 769	1.
<b>R<sub>LA</sub></b>	0	-	0	-	0	-	0	-
<b>R<sub>podnik</sub></b>	-95 504	11.	131 293	1.	-122 513	9.	-39 329	10.
<b>R<sub>finstab</sub></b>	-34 348	9.	60 013	3.	-41 966	7.	-37 215	9.
<b>EAT/EBIT</b>	-5 004	6.	69	6.	648 515	1.	-1 664	8.
<b>T/A</b>	13 155	1.	-102	9.	12 687	5.	-576	7.
<b>CZ/VK</b>	9 563	2.	41	7.	184 553	2.	136	5.
<b>A/CZ</b>	-4 752	5.	-26	8.	-90 994	8.	-77	6.
<b>NÚ/T</b>	-952	4.	2 453	5.	17 012	4.	10 184	3.
<b>DzP/T</b>	-9 458	8.	22 644	4.	-237 316	10.	9 772	4.
<b>EAT/T</b>	-39 204	10.	60 178	2.	-601 793	11.	-96 774	11.

Na základe integrálnej metódy sa rovnako ako na základe metódy funkcionálnej v období 2010/2011 o najväčší negatívny vplyv na zmenu EVA postaral ukazovateľ  $R_{podnik}$ , a to o -95 504 tis. Eur. Na zápornej zmene vrcholového ukazovateľa sa ďalej najviac podieľal ukazovateľ EAT/T spolu s  $R_{finstab}$ . Kladný vplyv na zmenu hodnoty EVA mali len tri ukazovatele, pričom najväčšmi o 13 155 tis. Eur vplýval podiel tržieb na celkových aktívach. Na EVA ďalej pozitívne pôsobil aj ukazovateľ CZ/VK spolu s VK.

Hoci v období predchádzajúcom mal ukazovateľ rizikovej prirážky za produkčnú silu podniku  $R_{podnik}$  najviac negatívny vplyv na zmenu EVA, v období 2011/2012 vplýval najväčšmi kladne o 131 293 tis. Eur. Rovnako ako pri výsledkoch funkcionálnej metódy, aj

tentokrát spolu s ukazovateľmi EAT/T,  $R_{\text{finstab}}$  a DzP/T najväčšími prispeli k jedinej pozitívnej zmene ukazovateľa EVA za celé sledované obdobie. Záporne vplývali štyri ukazovatele, najviac o – 20 451 tis. Eur vlastný kapitál, za ním nasledovali ukazovatele  $R_F$ , T/A a A/CZ.

Na rozdiel od hodnôt vplyvov pyramídového rozkladu EVA na základe funkcionálnej metódy v rokoch 2012/2013, kedy na zmenu EVA najviac negatívne vplýval ukazovateľ  $R_{\text{podnik}}$ , v tomto prípade mal najvyšší záporný vplyv podiel čistého zisku na tržbách, a to až o –601 793 tis. Eur. Príčinou bol značný prepád výsledku hospodárenia za rok 2013. Druhý najväčší negatívny vplyv zaznamenal podiel dani z príjmu na tržbách, za ním nasledoval ukazovateľ rizikovej prirážky za produkčnú silu podniku. Najväčší kladný vplyv, 648 515 tis. Eur vykazoval EAT/EBIT. Kladne taktiež vplývali aj ukazovatele CZ/VK,  $R_F$ , NÚ/T, T/A a najmenší kladný vplyv 6 498 tis. Eur priniesol vlastný kapitál.

Aj v poslednom sledovanom období 2013/2014 bol ukazovateľ, ktorý najvýraznejšie negatívne vplýval na vrcholový ukazovateľ, rovnaký pri porovnaní výsledkov funkcionálnej a integrálnej metódy. Jedná sa o podiel čistého zisku na tržbách, ktorý v tomto prípade znižoval hodnotu zmeny EVA o 96 774 tis. Eur. K rovnakému ukazovateľovi sa dospelo aj v prípade najväčšieho kladného vplyvu, bezriziková sadzba zvyšovala hodnotu zmeny EVA o 20 769 tis. Eur. Ďalej sa ako pozitívny ukázal vplyv ukazovateľov VK, NÚ/T, DzP/T a CZ/VK.

Pri porovnaní hodnôt jednotlivých vplyvov pyramídového rozkladu EVA s pomocou funkcionálnej a integrálnej metódy možno skonštatovať, že u integrálnej metódy sú zaznamenané obdobné výsledky ako u metódy funkcionálnej. Poradie jednotlivých vplyvov sa v oboch prípadoch od seba líši len minimálne.

Ako sa potencionálne zmeny vybraných vstupných ukazovateľov prejavia na úrovni vrcholového ukazovateľa, a či budú výsledky opäť podobné pri aplikácii ako funkcionálnej, tak integrálnej metódy, je predmetom nasledujúcej kapitoly 3.8.

### **3.8 Citlivostná analýza vplyvov**

V závere tretej kapitoly je prevedená analýza citlivosti pyramídového rozkladu EVA, pričom rozklad ukazovateľa EVA – Equity bol uskutočnený pomocou funkcionálnej a následne integrálnej metódy za roky 2010 – 2014.

V citlivostnej analýze sa vychádza len z vybraných čiastkových ukazovateľov a hodnoty relatívnej odchýlky  $\alpha$  boli stanovené v intervale -15 % až 15 %. Kompletné výpočty

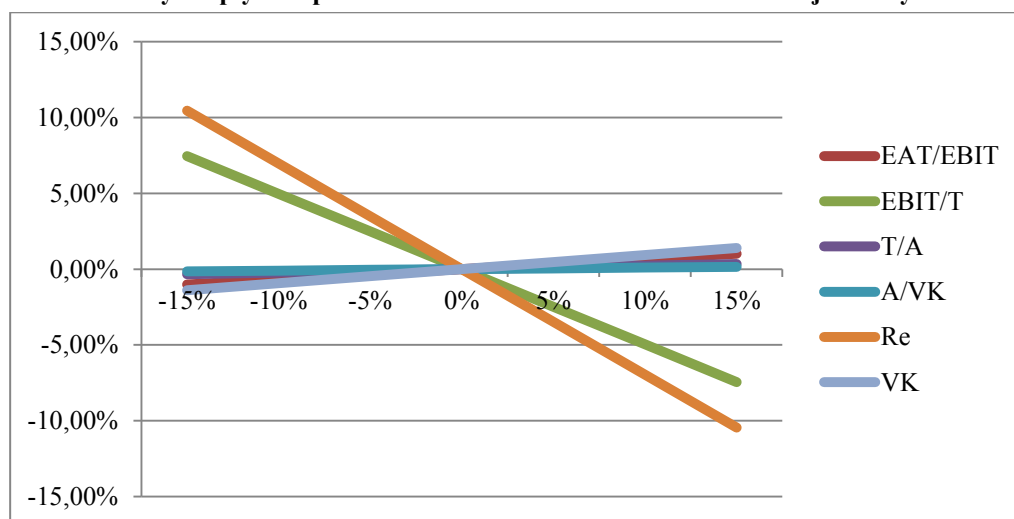
jednotlivých zmien ukazovateľov spolu s absolútnymi a relatívnymi zmenami EVA sú predmetom Prílohy č.16 a Prílohy č.17. Tieto údaje boli získané s využitím vzorca (2.78). Následne bola relatívna zmena ukazovateľa EVA za sledované obdobia pri zmene faktorov o parameter  $\alpha$  spriemerovaná. V Tab.3.21 sú tieto hodnoty, vypočítané na základe funkcionálnej metódy, zachytené.

**Tab.3.21 Citlivostná analýza vplyvov na základe funkcionálnej metódy–priemerná relatívna zmena EVA pri zmene faktorov o parameter  $\alpha$**

Parameter $\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
<b>EAT/EBIT</b>	-1,01%	-0,67%	-0,34%	0%	0,34%	0,67%	1,01%
<b>EBIT/T</b>	7,45%	4,97%	2,48%	0%	-2,48%	-4,97%	-7,45%
<b>T/A</b>	-0,35%	-0,24%	-0,12%	0%	0,12%	0,24%	0,35%
<b>A/VK</b>	-0,15%	-0,10%	-0,05%	0%	0,05%	0,10%	0,15%
<b>R<sub>E</sub></b>	10,44%	6,96%	3,48%	0%	-3,48%	-6,96%	-10,44%
<b>VK</b>	-1,39%	-0,92%	-0,46%	0%	0,46%	0,92%	1,39%

Priemerné relatívne zmeny ukazovateľa EVA pri zmene vplyvu jednotlivých faktorov o parameter  $\alpha$  za predpokladu, že ostatné faktory zostali nezmenené, sú pre lepšiu prehľadnosť zobrazené v nasledujúcom grafe 3.19.

**Graf 3.19 Citlivostná analýza vplyvov spoločnosti Slovnaft na základe funkcionálnej metódy**



Na základe grafu 3.19 je zrejmé, že dva najväčšie sklony majú ukazovatele, ktoré negatívne vplyvujú na ukazovateľ EVA, a to konkrétne ukazovateľ  $R_E$  a EBIT/T. Ak sa ukazovateľ  $R_E$  zvýši o 15 %, dôjde k zníženiu zmeny ukazovateľa EVA v priemere o 10,44%, čiže kladná zmena v tomto prípade vyvoláva zápornú zmenu hodnoty ukazovateľa EVA. Taktiež ak ukazovateľ EBIT/T vzrastie o 15 %, hodnota ukazovateľa EVA sa v priemere zníži o 7,45 %.

Opačný efekt, a teda kladnú zmenu vedúcu ku kladnému zvýšeniu zmeny vrcholového ukazovateľa, zaznamenali zvyšné ukazovatele EAT/EBIT, T/A, A/VK a VK. Najväčší kladný vplyv má vlastný kapitál, ktorý ak sa zmení o 15 %, tak sa hodnota EVA zvýši v priemere o 1,39 %. Zmena ukazovateľa EAT/EBIT o 15% prinesie zvýšenie hodnoty ukazovateľa EVA o 1,01 %. Pozitívne zmeny T/A a A/VK sa taktiež prejavia zvýšením hodnoty EVA, avšak len minimálnou percentuálnou čiastkou.

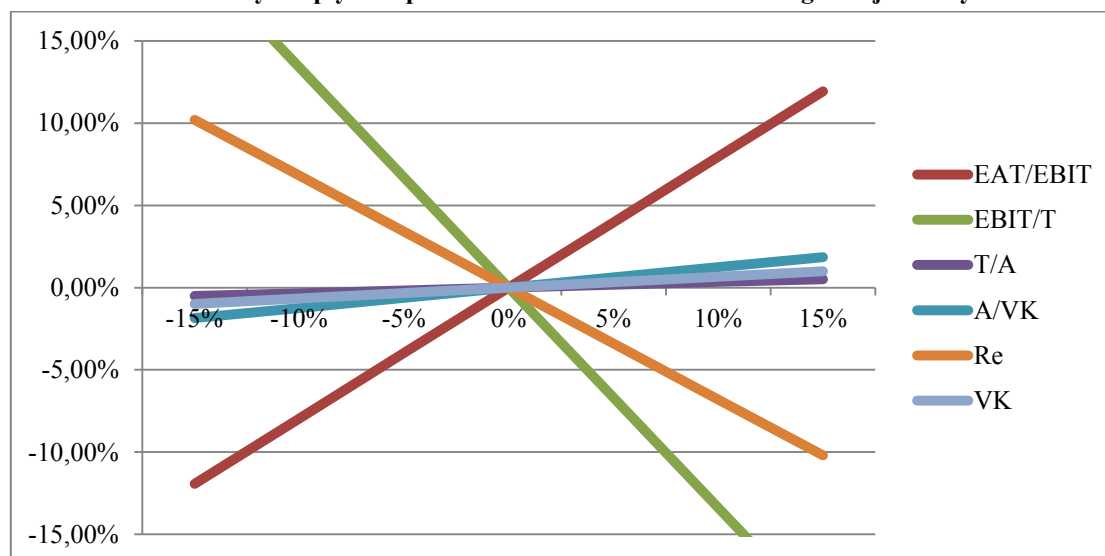
Citlivostná analýza bola prevedená aj z výsledkov integrálnej metódy, priemerná relatívna zmena EVA pri zmene faktorov o parameter  $\alpha$  je znázornená v nasledujúcej Tab.3.22.

**Tab.3.22 Citlivostná analýza vplyvov na základe integrálnej metódy–priemerná relatívna zmena EVA pri zmene faktorov o parameter  $\alpha$**

Parameter $\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
<b>EAT/EBIT</b>	-11,93%	-7,96%	-3,98%	0%	3,98%	7,96%	11,93%
<b>EBIT/T</b>	20,08%	13,39%	6,69%	0%	-6,69%	-13,39%	-20,08%
<b>T/A</b>	-0,52%	-0,34%	-0,17%	0%	0,17%	0,34%	0,52%
<b>A/VK</b>	-1,85%	-1,24%	-0,62%	0%	0,62%	1,24%	1,85%
<b>R<sub>E</sub></b>	10,20%	6,80%	3,40%	0%	-3,40%	-6,80%	-10,20%
<b>VK</b>	-0,98%	-0,66%	-0,33%	0%	0,33%	0,66%	0,98%

Porovnaním Tab.3.21 a Tab.3.22 je zrejmé, že vplyvy vybraných ukazovateľov citlivostnej analýzy u oboch metód nadobúdajú pri jednotlivých relatívnych odchýlkach rovnaké znamienka, líšia sa len rozličnými percentuálnymi čiastkami. Pre lepšie znázornenie sú údaje z Tab.3.22 obsiahnuté v grafe 3.20.

**Graf 3.20 Citlivostná analýza vplyvov spoločnosti Slovnaft na základe integrálnej metódy**



Podobne ako pri výsledkoch z citlivostnej analýzy na základe funkcionálnej metódy, aj tu medzi ukazovatele majúce najväčší negatívny sklon patria ukazovatele EBIT/T a  $R_E$ . Ukazovateľ EVA je v tomto prípade najviac citlivý na zmeny EBIT/T, pretože práve tento ukazovateľ má najstrmší sklon priamky. Ak sa teda tento ukazovateľ zvýši o 15 %, spôsobí to zníženie zmeny EVA v priemere o 20,08 %.

Ukazovateľ EAT/EBIT pôsobí na vrcholový ukazovateľ najviac pozitívne spomedzi ostatných vplyvov. Ak sa zmení o 15%, hodnota ukazovateľa EVA sa zvýši priemerne o 11,93 %. Ostatné ukazovatele, ktoré kladne, avšak minimálne priemerne vplývali na zmenu ekonomickej pridanej hodnoty, predstavujú ukazovatele T/A, A/VK a VK.

## **4 Komparácia výsledkov analýzy podniku s odvetvím**

Táto kapitola je venovaná komparácii výsledkov analýzy spoločnosti Slovnaft s odvetvím, v ktorom pôsobí, a to prostredníctvom rôznych ukazovateľov. Keďže za hlavný predmet podnikateľskej činnosti spoločnosti sa považuje výroba a predaj produktov z ropy a jej chemického spracovania, spadá podľa klasifikácie ekonomických činností SK-NACE do kategórie „C“- Spracovateľský priemysel, číslo 19 200 - Výroba rafinovaných ropných produktov.

Spoločnosť Slovnaft pôsobí na slovenskom trhu ako jediný spracovateľ ropy a predajca z ropy vyrobených produktov. Ako majiteľ a prevádzkovateľ vlastnej siete čerpacích staníc dosahuje pravidelne najväčší podiel na domácom trhu spomedzi všetkých majiteľov a prevádzkovateľov čerpacích staníc. Práve z týchto dôvodov bude komparácia prevedená s odvetvím nie v rámci Slovenskej, ale Českej republiky, v ktorej taktiež pôsobí, ale lídrom na trhu nie je.

Údaje pre porovnanie boli nadobudnuté z webovej stránky Ministerstva priemyslu a obchodu ČR, pričom podľa klasifikácie ekonomických činností CZ-NACE spadá Slovnaft do tej istej kategórie s rovnakým číslom ako v Slovenskej republike. Porovnané budú vybrané ukazovatele rentability, zadlženosti a likvidity a v neposlednom rade aj ukazovateľ EVA.

### **4.1 Porovnanie vybraných ukazovateľov rentability**

Hodnoty vybraných ukazovateľov rentability, konkrétne rentability aktív a rentability vlastného kapitálu spoločnosti Slovnaft a odvetvia sú zobrazené v nasledujúcej Tab.4.1. Kým hodnoty ukazovateľa ROA spoločnosti Slovnaft sú počas prvých štyroch rokov kladné, v prípade hodnôt ROA odvetvia je to však presný opak. Až v poslednom sledovanom roku 2014 sa hodnota ROA odvetvia dostala do kladnej zóny, no naopak, ROA spoločnosti zaznamenala zápornú hodnotu -3,72 %.

Ukazovateľ ROE odvetvia bol počas prvých štyroch sledovaných rokov taktiež negatívny, najväčšmi hneď v roku 2010, kedy sa nachádzal na úrovni -6,10 %. Príčinou bol neustále záporný výsledok prevádzkového výsledku hospodárenia až do roku 2013, ktorý prevyšoval finančný výsledok hospodárenia a tým spôsobil negatívny výsledok celkového výsledku hospodárenia. Od roku 2014 však zaznamenal svoj kladný nárast, na rozdiel od hodnôt ROE Slovnaftu, ktorý od tohto roku začal klesať, pričom v roku 2014 sa ocitol



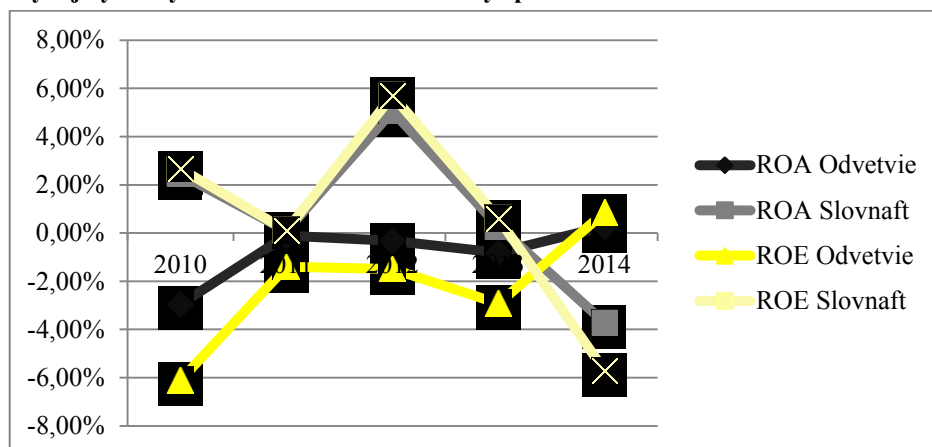
v zápornej percentuálnej čiastke. Dôvodom bol negatívny výsledok hospodárenia za účtovné obdobie 2014.

**Tab.4.1 Porovnanie hodnôt vybraných ukazovateľov rentability spoločnosti Slovnaft s odvetvím**

	ROA		ROE	
	Odvetvie	Slovnaft	Odvetvie	Slovnaft
<b>2010</b>	-2,95%	2,44 %	-6,10%	2,67 %
<b>2011</b>	-0,11%	0,09 %	-1,40%	0,10 %
<b>2012</b>	-0,32%	5,06 %	-1,49%	5,70 %
<b>2013</b>	-0,82%	0,28 %	-2,93%	0,61 %
<b>2014</b>	0,27%	-3,72 %	0,86%	-5,72 %

Priehľadnejšie znázornenie hodnôt ukazovateľov ROA a ROE za roky 2010 – 2014 spoločnosti Slovnaft a odvetvia, v ktorom pôsobí, zobrazuje nasledujúci graf 4.1. Z grafu je zrejmé, že vývoj ukazovateľov ROA a ROE spoločnosti bol značne kolísavý a je takmer identický. Vývoj ROA a ROE odvetvia zaznamenal taktiež rovnaký trend, do roku 2013 bol v záporných hodnotách, v roku 2014 sa však prehupol do kladnej zóny. Hodnoty vybraných ukazovateľov rentability spoločnosti prevyšovali hodnoty ukazovateľov daného odvetvia do roku 2013, kedy sa situácia otočila. Oba tieto porovnávané ukazovatele sa tak navzájom vylučujú.

**Graf 4.1 Vývoj vybraných ukazovateľov rentability spoločnosti Slovnaft a odvetvia**



## 4.2 Porovnanie vybraných ukazovateľov zadlženosti

Pre porovnanie zadlženosti spoločnosti s odvetvím boli vybrané dva hlavné ukazovatele, a to ukazovateľ celkovej zadlženosti a zadlženosť vlastného kapitálu. Ich hodnoty pre Slovnaft i pre odvetvie sú znázornené v Tab.4.2.

Tab.4.2 Porovnanie hodnôt vybraných ukazovateľov zadlženosti spoločnosti Slovnaft s odvetvím

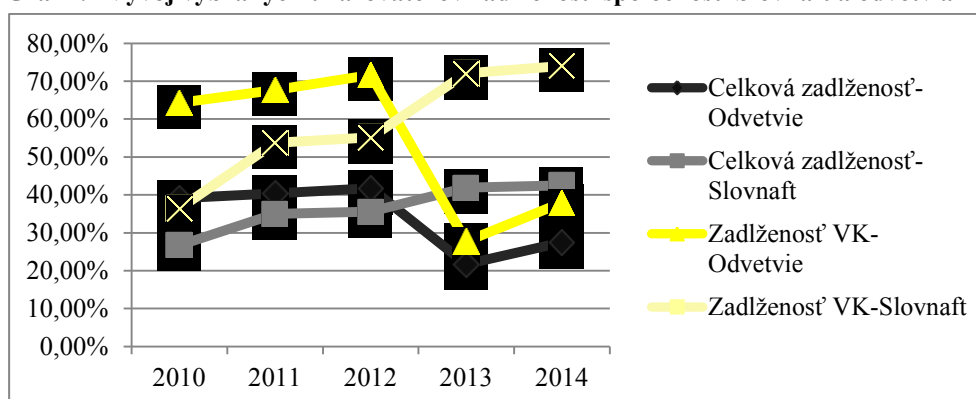
	Celková zadlženosť		Zadlženosť VK	
	Odvetvie	Slovnaft	Odvetvie	Slovnaft
<b>2010</b>	39,13%	26,71%	64,30%	36,44%
<b>2011</b>	40,38%	34,96%	67,72%	53,75%
<b>2012</b>	41,73%	35,55%	71,61%	55,16%
<b>2013</b>	21,73%	41,90%	27,76%	72,10%
<b>2014</b>	27,48%	42,52%	37,92%	73,98%

Kritická hodnota celkovej zadlženosti je 70 % a túto hodnotu by nemal ukazovateľ prekročiť. Hodnoty celkovej zadlženosti spoločnosti ani odvetvia túto hranicu neprekročili. V rokoch 2010 – 2012 bola celková zadlženosť Slovnaftu nižšia ako celková zadlženosť odvetvia, avšak v rokoch 2013 a 2014 sa situácia vymenila. Nárast celkovej zadlženosti spoločnosti spôsobili najmä každoročne sa zvyšujúce dlhodobé i krátkodobé záväzky, čiže cudzie zdroje. Naopak, pokles tohto ukazovateľa v odvetví po značil výrazný pokles dlhodobých záväzkov.

Hodnoty ukazovateľa zadlženosti vlastného kapitálu by sa mali pohybovať v rozmedzí 80 % až 120 %. Do tohto intervalu nespadá žiadna z hodnôt ukazovateľa podniku, ani odvetia. Spoločnosť sa najviac k hodnote 80 % približuje v roku 2014, má teda stále priestor pre primerané navýšenie cudzích zdrojov a zníženie vlastného kapitálu. Kým zadlženosť vlastného kapitálu spoločnosti počas celého sledovaného obdobia rástla, zadlženosť vlastného kapitálu odvetvia od roku 2013 klesala najmä z dôvodu poklesu cudzích zdrojov i poklesu vlastného kapitálu.

Vývoj ukazovateľov celkovej zadlženosti a zadlženosti vlastného kapitálu znázorňuje graf 4.2. Podobne ako aj v predchádzajúcej situácii pri ukazovateľoch rentability, vybrané ukazovatele zadlženosti Slovnaftu a odvetvia sa vyvíjali rovnakým trendom.

Graf 4.2 Vývoj vybraných ukazovateľov zadlženosti spoločnosti Slovnaft a odvetvia



### 4.3 Porovnanie ukazovateľov likvidity

Okamžitá likvidita, označovaná ako L1 by mala dosahovať výšku aspoň 0,2 a taktiež by mala mať rastúci trend. Spoločnosť Slovnaft rastúci trend s výnimkou posledného sledovaného roku má, no napriek tomu hodnotu minimálne 0,2 nedosahuje ani v jednom období. Vývoj okamžitej likvidity v odvetví je značne kolísavý, avšak pri porovnaní roku 2010 s rokom 2014 jej hodnota rastie z 0,26 na 1,83. Pri porovnaní hodnôt L1 odvetvia so spoločnosťou je zrejmé, že výška okamžitej likvidity odvetvia prevyšovala výšku L1 spoločnosti vo všetkých rokoch okrem roku 2013, kedy bol na tom Slovnaft lepšie o hodnotu 0,03. V celom sledovanom období však spoločnosť bola schopná okamžite zaplatiť len nepatrnú časť krátkodobých záväzkov.

Likvidita druhého stupňa L2 má odporúčané hodnoty v intervale od 1,0 do 1,5. Počas sledovaného obdobia sa pohotovú likviditu Slovnaftu dostala do daného rozmedzia iba jedenkrát v roku 2012, kedy podnik disponoval vysokým objemom obežných aktív. Pohotovú likviditu odvetvia nedosahovala odporúčané hodnoty ani raz. Prvé štyri sledované roky sa výška L2 nachádzala pod minimálnou hranicou a v poslednom roku 2014 naopak nad hranicou maximálnou. Príčinou vysokej hodnoty L2 odvetvia v roku 2014 bol najmä výrazný pokles krátkodobých záväzkov a nárast obežných aktív spolu so zásobami. V rokoch 2010-2011 bola pohotovú likvidita identická v spoločnosti aj v odvetví, a po ďalšie roky až do posledného roku 2014, hodnota L2 Slovnaftu prevyšovala výšku L2 odvetvia.

Pri pohľade na Tab.4.3 možno skonštatovať, že celková likvidita Slovnaftu bola po celé sledované obdobie s výnimkou roku 2014 vyššia ako celková likvidita odvetvia. Likvidita tretieho stupňa L3 má odporúčaný interval od 1,5 – 2,5. Do tohto rozmedzia spadá celková likvidita spoločnosti jedine v roku 2012. Ukazovateľ L3 odvetvia, podobne ako pri ukazovateľovi L2, dosahuje v rokoch 2010 – 2013 hodnoty pod minimálnou, a v roku 2014 nad maximálnou úrovňou.

Tab.4.3 Porovnanie hodnôt ukazovateľov likvidity spoločnosti Slovnaft s odvetvím

	L1		L2		L3	
	Odvetvie	Slovnaft	Odvetvie	Slovnaft	Odvetvie	Slovnaft
<b>2010</b>	0,26	0,04	0,96	0,96	1,20	1,43
<b>2011</b>	0,19	0,09	0,84	0,84	1,20	1,21
<b>2012</b>	0,28	0,15	0,91	1,22	1,23	1,62
<b>2013</b>	0,15	0,18	0,97	0,96	1,26	1,36
<b>2014</b>	1,83	0,05	2,49	0,79	2,73	1,18

## 4.4 Porovnanie ukazovateľa EVA

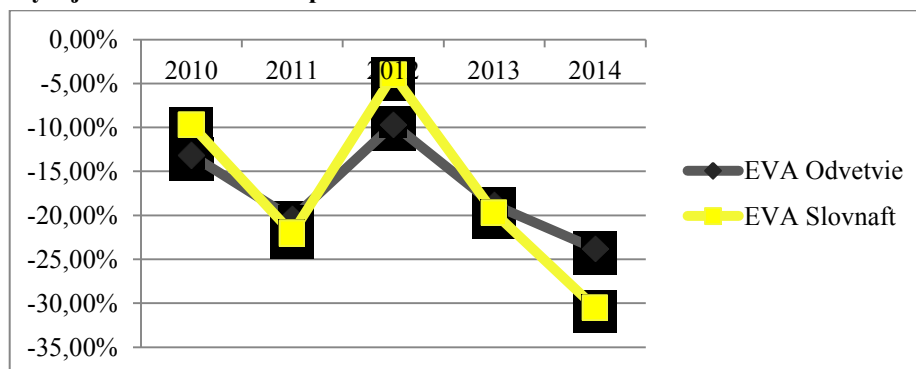
Posledným porovnávacím ukazovateľom je ekonomická pridaná hodnota na báze zúženého hodnotového rozpätia. Nakoľko EVA je ukazovateľ absolútny, a teda ovplyvňovaný veľkosťou podniku, porovnávané sú hodnoty relatívneho ukazovateľa EVA, čiže hodnoty Spread, a to práve pre lepšiu vypovedaciu schopnosť. Hodnoty relatívneho ukazovateľa EVA spoločnosti Slovnaft a daného odvetvia sú zobrazené v Tab.4.4.

Tab.4.4 Porovnanie hodnôt relatívneho ukazovateľa EVA spoločnosti Slovnaft s odvetvím

Relatívna EVA		
	Odvetvie	Slovnaft
2010	-13,14%	-9,71%
2011	-20,34%	-22,05%
2012	-9,66%	-4,01%
2013	-18,81%	-19,69%
2014	-23,78%	-30,50%

Na základe Tab.4.4 je zrejmé, že hodnoty relatívneho ukazovateľa EVA sú v oboch prípadoch záporné počas celého sledovaného obdobia 2010 – 2014 a vývoj relatívnej ekonomickej pridanej hodnoty odvetvia i spoločnosti má rovnaký trend. V priebehu rokov 2010 – 2011 klesá, rok 2012 zaznamenáva rast a posledné dva sledované roky sa relatívny ukazovateľ EVA v spoločnosti aj v odvetví opäť prehĺbuje do väčších záporných hodnôt. Pre lepšiu priehľadnosť znázorňuje tento vývoj graf 4.3.

Graf 4.3 Vývoj ukazovateľa EVA spoločnosti Slovnaft a odvetvia



Príčinou takýchto negatívnych výsledkov ukazovateľa EVA v odvetví aj v podniku je tzv. ropná kríza Európy. Kvôli drahším cenám ropy sú ropné produkty drahšie a klesá tak dopyt po palivách na maloobchodnom trhu. Rafinérie všeobecne ťahá dolu aj hospodárska kríza, ale i nová konkurencia z Blízkeho a Stredného východu. Viaceré rafinérie dosahujú

záporný výsledok hospodárenia a poniektoré sú nútené aj svoju činnosť ukončiť. To je prípad napríklad českej rafinérie Paramo, patriacej Unipetrolu, ktorá svoju podnikateľskú činnosť ukončila v roku 2012.

Najvýraznejší pokles ukazovateľa EVA nastal v Slovnafte aj v odvetví v poslednom sledovanom roku 2014. Za silné negatívum pre odvetvie spracovania ropy a predaja výrobkov v tomto roku možno označiť to, že pád cien ropy viedol v celom odvetví k silnému zápornému preценeniu obchodných zásob výrobkov, polovýrobkov či surovín, a tiež, že ceny nosných vstupných energií, čiže zemného plynu a elektrickej energie, neklesli alebo klesli len mierne. Uvedené faktory zaťažili odvetvie naprieč všetkými štátmi vysokými dodatočnými nákladmi a podpísali sa pod medziročné zhoršenie hospodárenia ropných spoločností.

## 5 Zhodnotenie výsledkov a odporúčanie

Piata kapitola je zameraná na zhodnotenie nadobudnutých výsledkov z analýz hodnotenia finančnej výkonnosti spoločnosti Slovnaft, a.s. v období 2010 – 2014, spolu s následným odporúčaním. Pri prevedení týchto analýz sa vychádzalo z údajov, ktoré sú obsiahnuté vo výročných správach podniku.

Prvou uskutočnenou analýzou bola horizontála a vertikálna analýza rozvahy a výkazu zisku a strát. Aktíva spoločnosti Slovnaft do roku 2012 rástli, od roku 2013 však nasledoval ich mierny pokles. Avšak pri porovnaní prvého a posledného sledovaného roku aktíva celkovo vzrástli, a to o 146 425 tis. Eur. Pomocou horizontálnej analýzy bolo zistené, že najväčšiu zásluhu na vzraste aktív mali najmä obežné aktíva. Naopak, na ich poklese v rokoch 2013 – 2014 mal najväčší vplyv pokles krátkodobého majetku, konkrétne peňazí a peňažných ekvivalentov. Na náraste pasív do roku 2012 sa najviac podieľali dlhodobé úvery spoločnosti, pričom v roku 2012 sa oproti roku 2011 v relatívnom vyjadrení zdvihli až o 310,21 % v dôsledku kapitálovo náročných projektov. Na nasledovnom poklese pasív mal najväčší vplyv úbytok nerozdeleného zisku spolu so záväzkami z obchodného styku a ostatnými krátkodobými záväzkami. Výsledok hospodárenia za sledované obdobie zažil nesmierne kolísavý priebeh vývoja. Najpriaznivejší rok predstavoval rok 2012, kedy na rast výsledku hospodárenia o 84 951 tis. Eur oproti roku 2011 pozitívne vplýval predovšetkým vývoj kótovaných cien rafinérskych výrobkov na medzinárodných burzách, vývoj menových kurzov, ako aj interné zlepšenia na nákladovej strane. Od roku 2013 sa však výsledok hospodárenia postupne prepadal, pričom v roku 2014 sa dostal do záporných hodnôt kvôli nepriaznivému vývoju externého prostredia, výraznému prepadu kótovaných cien ropy a následnému preceneniu zásob spoločnosti. Výsledky vertikálnej analýzy určili, že celkové aktíva Slovnaftu sa počas sledovaného obdobia skladali približne zo 70 % dlhodobého majetku a 30 % z obežných aktív, a na pasívach sa najviac percentuálne podieľal základný kapitál, nerozdelený zisk a krátkodobé záväzky z obchodného styku. Z vertikálnej analýzy výkazu ziskov a strát vysvitlo, že na celkových výnosoch Slovnaftu sa až 99 % podieľali tržby za predaj výrobkov a služieb. Pri nákladoch predstavovala najvýraznejšiu položku spotreba materiálu a náklady na obstaranie predaného tovaru, ktorá bola počas celého sledovaného obdobia na úrovni približne 90 %.

Následne bola prevedená pomerová analýza, v rámci ktorej boli vypočítané ukazovatele rentability, ukazovatele finančnej stability a zadlženosti, ukazovatele aktivity a

ukazovatele likvidity. Vývoj ukazovateľov rentability bol však značne kolísavý, po poklese v roku 2011 nasledoval vzostup, a od roku 2013 opätovný pád, ktorý v roku 2014 prerástol do záporných hodnôt. Pre ukazovatele rentability bol najpriaznivejší rok 2012, kedy ukazovatele zaznamenali najvyššie hodnoty počas rokov 2010 - 2014. Príčinou bolo značné zvýšenie EBIT oproti ostatným rokom, konkrétne prevádzkového, no najmä finančného výsledku hospodárenia. Prudký pád cien ropy a ropných produktov, hlavný dôvod negatívneho výsledku hospodárenia v poslednom období 2014, dostal do záporných hodnôt v tomto roku všetky ukazovatele rentability. S výnimkou posledného roku bola rentabilita vlastného kapitálu v rokoch 2010 – 2014 vyššia než rentabilita aktív, z čoho možno vyplýva, že použitie cudzieho kapitálu možno považovať za osožné. Spoločnosť Slovnaft je finančne samostatná, čo dokazuje ukazovateľ podielu vlastného kapitálu na aktívach. V roku 2010 kryl Slovnaft svoj majetok vlastnými zdrojmi vo výške 73,29 %, od tohto roku však podnik používa na financovanie aktív každým rokom menej vlastného kapitálu. Ukazovateľa zadlženosti vlastného kapitálu nespadá ani počas jedného roka do intervalu 80 %, spoločnosť má teda stále priestor pre primerané navýšenie cudzích zdrojov a zníženie vlastného kapitálu. Kritickú hodnotu celkovej zadlženosti, ktorá je vo výške 70 %, nepresiahla spoločnosť ani v jednom roku, a hoci celková zadlženosť každým rokom rástla, najvyššia zaznamenaná hodnota v roku 2014 sa ledva približuje k 50 %. Na základe výsledkov ukazovateľa stupňa krytia stálych aktív je zrejmé, že Slovnaft je ako podnik finančne stabilný. Dokazujú to tak hodnoty tohto ukazovateľa, ktoré počas všetkých piatich sledovaných rokov presahujú hodnotu 100 %. Spomedzi všetkých ukazovateľov doby obratu, ktoré spadajú do ukazovateľov aktivity, dosahuje najvyššie hodnoty doba obratu aktív. Napriek tomu, že tento ukazovateľ v roku 2014 v porovnaní s rokom 2010 klesá, pre spoločnosť je tento pokles žiaduci, nakoľko úpadok doby obratu aktív predstavuje vyššiu efektívnosť využívania majetku spoločnosti. Pri ukazovateľoch doby obrátov pohľadávok a záväzkov je dôležité, aby spoločnosť inkasovala pohľadávky rýchlejšie ako hradila svoje záväzky. Slovnaft pravidlo solventnosti dodržal, pretože počas sledovaného obdobia doba obratu pohľadávok bola nižšia než doba obratu záväzkov. Doba obratu zásob by mala vykazovať klesajúci trend, čo sa však spoločnosti nepodarilo, nakoľko od roku 2012 tieto hodnoty rástli vplyvom zvyšujúcich sa zásob, a to predovšetkým nakúpenej ropy. Rastúci by však mal byť trend ukazovateľa obrátky celkových aktív, čo Slovnaft pri porovnaní roku 2010 a 2014 spĺňa, pričom najefektívnejšie boli aktíva využívané v 2011, kedy podnik otočil svoj majetok 2,16krát. Ak chce spoločnosť zaistiť svoju likviditu, mali by byť hodnoty obežných aktív vyššie než hodnoty krátkodobých záväzkov. V prípade Slovnaftu obežné aktíva každý rok presahovali krátkodobé záväzky, čistý pracovný

kapitál sa tak ani v jedno obdobie neocitol v zápornej hodnote. Okamžitú likviditu, ktorá by mala dosahovať úroveň minimálne 0,2, nie je možné považovať za uspokojivú, nakoľko podnik túto hodnotu nedosiahol ani v jednom sledovanom období. Pri likvidite pohotovej, s odporúčaným rozmedzím 1,0 – 1,5, spoločnosť taktiež nedosahuje referenčné hodnoty, s výnimkou v roku 2012, kedy disponuje najväčšou čiastkou obežných aktív počas rokov 2010 - 2014. Podobne ako pohotovú likviditu Slovnaftu je na tom aj likvidita celková, ktorá spadá do odporúčaného intervalu 1,5 – 2,5 jedine v roku 2012. Avšak počas každého roka je hodnota celkovej likvidity vyššia ako 1, a teda podnik s dostatočnou rezervou kryje svoje záväzky.

Finančná úroveň a výkonnosť podniku bola tiež hodnotená pomocou bankrotných a bonitných modelov. Spomedzi rôznych typov bankrotných modelov bol aplikovaný Altmanov model, označovaný ako Z-Score. I keď hodnoty tohto modelu v čase poklesli, úroveň Z – Score bola po celé sledované obdobie vyššia ako hranica 2,99 bodov. Slovnaft sa tak neocitol ani raz v zóne, v ktorej hrozí pravdepodobnosť bankrotu. Spoločnosť sa javí z výsledkov tejto analýzy ako finančne stabilná firma s nízkou pravdepodobnosťou úpadku. Kategóriu bonitných modelov zastával Kralickov Quick – test. Hoci na základe tohto testu finančná situácia Slovnaftu vykazovala priaznivé výsledky a počas rokov 2010 – 2014 sa pohybovala nad horným bodom hranice, výnosová situácia až také výborné výsledky nepriniesla. Už v roku 2010 bola pod úrovňou dolnej hranice, a i keď sa v rokoch 2011, 2012 a 2013 udržiavala na bode 1, v 2014 sa opäťovne prepadla pod úroveň dolného intervalu. Celková finančná stabilita Slovnaftu sa však pohybovala v intervale medzi hornou a dolnou hranicou, označovanej ako tzv. šedá zóna, kedy spoločnosť nemožno radiť medzi úspešnú, ale ani problémovú. Aplikovaný bol taktiež Index IN05 Inky a Ivana Neumaierovcov, ktorý sa radí medzi bankrotné – bonitné modely. Vývoj Indexu IN05 bol veľmi kolísavý, nad hornú hranicu 1,6 sa spoločnosti podarilo dostať len v rokoch 2010 a 2012, kedy vykazovala priaznivé výsledky hospodárenia pred zdanením. V týchto rokoch na základe modelu IN05 možno Slovnaft označiť finančne zdravý. V rokoch 2011 a 2013 sa podnik udržiaval na spodnej hranici 0,9, no v poslednom sledovanom období sa pod ňu prepadol a to najmä z dôvodu záporného výsledku hospodárenia. Podľa tohto indexu podniku hrozí 97 % pravdepodobnosť bankrotu, ak bude spoločnosť v takýchto výsledkoch z roku 2014 pokračovať a držať sa pod dolnou hranicou daného intervalu.

Prevedený bol aj výpočet ekonomickej pridanej hodnoty na báze zúženého hodnotového rozpätia. Ropná kríza Európy zasiahla podnik natoľko, že všetky hodnoty



ukazovateľa EVA boli počas rokov 2010 – 2014 negatívne. Z toho vyplýva, že Slovnaft nevytváral žiadnu dodatočnú hodnotu a dochádza taktiež k znižovaniu hodnoty kapitálu, ktorý vlastníci do podniku vložili. Najnižšia záporná hodnota ukazovateľa EVA bola zaznamenaná v roku 2012, kedy rentabilita vlastného kapitálu dosiahla najlepší výsledok spomedzi sledovaného obdobia. Príčinu nepriaznivých výsledkov ukazovateľa EVA predstavujú záporné hodnoty hodnotového rozpätia Spread, teda náklady vlastného kapitálu  $R_E$  po celý čas prevyšovali rentabilitu vlastného kapitálu.

Pre hlbšie nahliadnutie do problematiky záporného ukazovateľa EVA bol následne prevedený pyramídový rozklad EVA pomocou funkcionálnej a integrálnej metódy. Z prvej úrovne rozkladu ekonomickej pridanej hodnoty je na základe výsledkov oboch metód zrejmé, že tam, kde mal vlastný kapitál pozitívny vplyv na vrcholový ukazovateľ, mal Spread vplyv záporný a naopak. Najväčší negatívny vplyv na zmenu hodnoty ekonomickej pridanej hodnoty mal ukazovateľ Spread, pričom po všetky obdobia hodnotu EVA znižoval s výnimkou v rokoch 2011/2012. Podrobnejší rozklad EVA ukázal, že najvýraznejšie vplyvy na zmenu hodnôt EVA boli v oboch prípadoch približne rovnaké a jednotlivé vplyvy dosahujú obdobné hodnoty. Citlivostná analýza vybraných vplyvov na základe funkcionálnej aj integrálnej metódy zaznamenala, že dva najväčšie negatívne sklony majú ukazovatele  $R_E$  a EBIT/T. Naopak, pozitívnu zmenu vedúcu ku kladnému zvýšeniu zmeny vrcholového ukazovateľa, zaznamenali zvyšné vybrané ukazovatele EAT/EBIT, T/A, A/VK a VK. Výsledky vplyvov čiastkových faktorov na EVA u integrálnej metódy sú takmer zhodné s výsledkami analýzy citlivosti vplyvov u funkcionálnej metódy.

Pri komparácii výsledkov analýzy podniku s odvetvím, ktoré spadá podľa klasifikácie ekonomických činností CZ-NACE do kategórie „C“ - Spracovateľský priemysel, číslo 19 200 - Výroba rafinovaných ropných produktov, možno skonštatovať, že vybrané ukazovatele rentability zaznamenali počas sledovaného obdobia s výnimkou v roku 2014 lepšie hodnoty ako výsledky týchto ukazovateľov v odvetví. Pri hodnotení celkovej zadlženosti sa dospelo k záveru, že ani podnik ani odvetvie neprekročili kritickú hodnotu celkovej zadlženosti 70 %. Taktiež ani hodnoty zadlženosti vlastného kapitálu nespádali ani v jednom prípade do daného rozmedzia. Podnik aj odvetvie majú teda stále možnosť na primerané navýšenie cudzích zdrojov. Komparácia ukazovateľov likvidity, konkrétne likvidity okamžitej, zaznamenala vyššie hodnoty u L1 odvetvia ako pri hodnotách L1 podniku okrem roku 2013. Pri likvidite druhého a tretieho stupňa vzišlo najavo, že Slovnaft sa do intervalu odporúčaných hodnôt v oboch prípadoch dostal iba v roku 2012, kým L2 spolu s L3 odvetvia ani jedenkrát. Vývoj

relatívneho ukazovateľa EVA podniku aj odvetvia mal rovnaký trend. Počas celého sledovaného obdobia 2010 – 2014 sa pohyboval v záporných hodnotách príčinou ropnej krízy v Európe, počas ktorej museli viaceré rafinérie svoju činnosť ukončiť.

Na základe získaných výsledkov možno spoločnosť Slovnaft charakterizovať ako finančne stabilnú. V rokoch 2010 - 2013 vykazovala spoločnosť zisk, avšak rok 2014 skupina Slovnaft uzavrela prvýkrát so stratou. Záporný výsledok hospodárenia bol ovplyvnený najmä nepriaznivým vývojom cien ropných produktov na medzinárodných trhoch, ktorý spoločnosť nedokázala kompenzovať ani vyšším objemom výroby. I napriek aktuálnemu ekonomickému vývoju v eurozóne, ako aj nestabilnej politickej situácii vo svete, by sa mal Slovnaft pokúsiť zamerať na zvýšenie ziskovosti. Zvýšenie ziskovosti tak prinesie i zvýšenie rentability. Spoločnosť by mala v budúcnosti venovať pozornosť najmä zvýšeniu rentability vlastného kapitálu. Ak by totiž rentabilita vlastného kapitálu bola vyššia ako náklady vlastného kapitálu, ukazovateľ Spread by dosahoval kladné hodnoty a tým by aj ekonomická pridaná hodnota podniku bola pozitívna. Spoločnosť Slovnaft by tak začala vytvárať hodnotu vlastníkom. Podnik stále využíva k financovaniu veľké množstvo vlastného kapitálu. Ukazovateľ celkovej zadlženosti vykazuje priaznivé výsledky, spoločnosti sa tak odporúča primerané navýšenie cudzích zdrojov určených k financovaniu, pretože cudzie zdroje sú menej nákladné v porovnaní s používaním vlastného kapitálu. Pre spoločnosť je žiaduce zlepšenie likvidity, najmä likvidity okamžitej, ktorá počas sledovaného obdobia nedosahovala uspokojivé výsledky. Slovnaft by sa mal taktiež snažiť o znižovanie prevádzkových a finančných nákladov. Na základe bonitných a bankrotných modelov sa podnik radí do zóny, kedy nie je ani úspešný, ale ani problémový. Slovnaft by sa mal zamerať na vylepšenie výnosovej situácie, pretože práve tá by priniesla zvýšenie jeho bonity. Ak však podnik bude stratový aj v nasledujúcich rokoch, podľa aplikovaného bankrotného modelu podnik pravdepodobne zbankrotuje. Spoločnosť však nie je ani tak vystavená finančným, ako trhovým rizikám, nakoľko trh s ropou a ropnými produktmi je vzhľadom na súčasnú situáciu veľmi ťažko predvídateľný a kolísavý.

## 6 Záver

Cieľom diplomovej práce bolo zhodnotenie finančnej výkonnosti vybraného podniku a komparácia v rafinérskom odvetví. Vybraný podnik predstavovala rafinérsko-petrochemická spoločnosť Slovnaft, a.s., ktorá patrí k najmodernejším rafinériám Európy. Analýza finančnej výkonnosti bola prevedená na základe informácií z finančných výkazov spoločnosti v období medzi rokmi 2010 až 2014. Prevedená bola analýza vertikálna, horizontálna, vertikálne – horizontálna a finančná analýza pomerových ukazovateľov. Následne boli pre hodnotenie výkonnosti použité súhrnné indexy hodnotenia finančnej úrovne. Vypočítaný bol aj ukazovateľ EVA spolu s jeho pyramídovými rozkladmi pomocou funkcionálnej a integrálnej metódy. Ďalej bola prevedená citlivostná analýza, po ktorej nasledovala komparácia výsledkov analýzy podniku s odvetvím. Dosiahnuté výsledky spoločnosti Slovnaft boli zhodnotené vrátane odporúčania.

Na základe pomerovej analýzy možno skonštatovať, že rentabilita spoločnosti bola z pohľadu úrovne nízka a v poslednom sledovanom roku 2014 sa všetky ukazovatele rentability prepadli do záporných hodnôt z dôvodu prudkého pádu cien ropy a ropných produktov. Z výsledkov ukazovateľov finančnej stability sa Slovnaft prejavil ako podnik finančne samostatný a dostatočne stabilný. Hoci mala celková zadlženosť rastúci trend, spoločnosť má stále priestor pre primerané navýšenie cudzích zdrojov a zníženie vlastného kapitálu. Úroveň likvidity dosiahla hodnoty, ktoré nebolo možné považovať za uspokojivé. Napriek tomu však spoločnosť s dostatočnou rezervou kryla svoje záväzky a zároveň dodržala pravidlo solventnosti.

Aplikovaním bankrotných a bonitných modelov bolo zistené, že spoločnosť nemožno radiť medzi úspešnú, ale ani problémovú. Pravdepodobnosť bankrotu podniku počas sledovaného obdobia nehrozila. Avšak v roku 2014 Slovnaft zaznamenal prvýkrát záporný výsledok hospodárenia a v prípade, že sa podobné výsledky objavia aj v budúcnosti, hrozí spoločnosti vysoká pravdepodobnosť bankrotu.

Úspešnosť spoločnosti Slovnaft je závislá od ceny ropy. Ropná kríza v sledovaných rokoch zasiahla podnik natoľko, že výsledky ukazovateľa EVA boli každým rokom záporné. Slovnaft teda nevytváral žiadnu dodatočnú hodnotu. Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA pomocou oboch vybraných metód ukázal, že tam, kde mal vlastný kapitál pozitívny vplyv na vrcholový ukazovateľ, mal Spread vplyv záporný a naopak. Hodnotu EVA najväčšmi znižoval ukazovateľ Spread s výnimkou medzi rokmi 2011/2012. Analýza citlivosti

vybraných vplyvov pri oboch metódach zaznamenala, že dva najväčšie negatívne sklony mali ukazovatele  $R_E$  a EBIT/T. Hodnoty vplyvov čiastkových faktorov na ukazovateľ EVA vypočítané z citlivostnej analýzy boli u oboch metód takmer zhodné.

Nepriaznivý vývoj cien ropných produktov na medzinárodných trhoch ovplyvnil aj celé rafinárske odvetvie v Európe. Vývoj relatívneho ukazovateľa EVA v odvetví mal rovnaký trend ako vývoj EVA v podniku. Pri porovnaní vybraných ukazovateľov rentability, zadlženosti a likvidity obstál Slovnaft poväčšine lepšie ako odvetvie.

I keď z vykonanej finančnej analýzy možno spoločnosť charakterizovať ako finančne stabilnú, mala by sa pokúsiť zvyšovať svoju ziskovosť. Zamerať by sa taktiež mala na zvyšovanie rentability vlastného kapitálu do takej výšky, v ktorej by prevyšovala náklady kapitálu. V takom prípade by dosahovala kladné výsledky ukazovateľa EVA a vytvárala by hodnotu vlastníkom. Viac ako finančnému, je však Slovnaft vystavený riziku trhovému, nakoľko vývoj na trhu s ropou a ropnými produktmi je v súčasnej dobe veľmi nestabilný.

## Zoznam použitej literatúry

### a) Odborné knihy

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [3] KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 2015. 368 s. ISBN 978-80-7400-538-1.
- [4] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení a výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [5] NEUMAIEROVÁ, Inka. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [6] PIKE, Richard and Bill NEALE. *Corporate Finance and Investment: Decisions & Strategies*. 4th Ed. Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2003. 883 p. ISBN 0-273-65138-2.
- [7] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
- [8] WAGNER, Jaroslav. *Měření výkonnosti: Jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 256 s. ISBN 978-80-247-2924-4.
- [9] ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013. 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

### b) Článek v odbornom časopise

- [10] FERENČÁK, Tomáš. Rafinérsky priemysel dno stále nenašiel. *Energie portal*. [online]. 2012 [cit. 29.02.2016]. ISSN 1338-5933. Dostupné z: <http://www.energie-portal.sk/Dokument/rafinersky-priemysel-dno-stale-nenasiel-v-juni-u-nas-padol-o-pat-percent-100724.aspx>

### c) Elektronické dokumenty a ostatné

- [11] BURZA CENNÝCH PAPIEROV V BRATISLAVE. *BCPB: Cenné papiere/trhy*. [online]. BCPB [cit.26.01.2016] Dostupné z: <http://www.bsse.sk/Cenn%C3%A9papieretrh/Detailemisie.aspx?IssueKey=%23KEY=A%7C%5E%7C1810%23>
- [12] EUROPEAN CENTRAL BANK. *ECB: Long – term interest rate statistics for EU Member States*. [online]. ECB [cit. 26.01.2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>
- [13] FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. *FRED: Long – term Government Bond Yields: 10 – year: Main (Including Benchmark) for the Slovak Republic*. [online]. FRED [cit. 26.01.2016]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/IRLTLT01SKQ156N>
- [14] FINANČNÁ SPRÁVA SLOVENSKÁ REPUBLIKA. *Právnické osoby*. [online]. FSSR [cit. 26.01.2016]. Dostupné z: <https://www.financnasprava.sk/sk/podnikatelia/dane/dan-z-prijmov/pravnicke-osoby>
- [15] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Finanční analýzy podnikové sféry průmyslu a stavebnictví 2010 – 2014* [online]. MPO [cit.13.02.2016]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>
- [16] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKO. *NBS: Kalkulačka*. [online]. NBS [cit. 13.02.2016]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/kalkulacka>
- [17] SLOVNAFT. *O nás*. [online]. SLOVNAFT [cit. 12.01.2016] Dostupné z: <http://slovnaft.sk/sk/o-nas>
- [18] ŠSTATISTICKÝ ÚRAD SR. *ŠÚSR: Databázy*. [online]. ŠÚSR [cit.26.01.2016] Dostupné z: <http://www.slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/Databases>

## Zoznam skratiek

A	aktíva
a.s.	akciová spoločnosť
CF	cash flow
CFROI	CF výnosnosť investície
CFSP	celková finančná stabilita spoločnosti
CZ	cudzie zdroje
DHM	dlhodobý hmotný majetok
DNM	dlhodobý nehmotný majetok
DzP	daň z príjmu
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk pred úrokmi a zdanením
EBITDA	zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi
EPS	čistý zisk na akciu
EVA	ekonomická pridaná hodnota
FS	finančná stabilita
i	základná úroková miera
KCZ	krátkodobé cudzie zdroje
L1	okamžitá likvidita
L2	pohotová likvidita
L3	celková likvidita
MVA	trhová pridaná hodnota
NPV	čistá súčasná hodnota
NÚ	nákladové úroky
OA	obežné aktíva
R <sub>E</sub>	náklady na vlastný kapitál

$R_F$	bezriziková sadzba
$R_{finstab}$	riziková prirážka finančnej stability na báze likvidity
$R_{LA}$	riziková prirážka za veľkosť podniku
ROA	rentabilita aktív
ROCE	rentabilita investovaného kapitálu
ROE	rentabilita vlastného kapitálu
ROS	rentabilita tržieb
$R_{podnik}$	riziková prirážka za produkčnú silu podniku
SA	stále aktíva
T	tržby
TSR	trhový výnos akciového kapitálu
ÚZ	úplatné zdroje
V	výnosy
VK	vlastný kapitál
VS	výnosová stabilita
$WACC_L$	celkové náklady kapitálu zadlženej firmy
$WACC_U$	celkové náklady kapitálu nezadlženej firmy



## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše)

V Ostravě dne 22. 4. 2016



Barbara Jaššová

## Zoznam príloh

Príloha č. 1	Rozvaha spoločnosti Slovnaft, a.s. v rokoch 2010 – 2014
Príloha č. 2	Výkaz zisku a strát spoločnosti Slovnaft, a.s. v rokoch 2010 – 2014
Príloha č. 3	Horizontálna analýza rozvahy v rokoch 2010 – 2014
Príloha č. 4	Horizontálna analýza výkazu zisku a strát v rokoch 2010 – 2014
Príloha č. 5	Vertikálna analýza rozvahy v rokoch 2010 – 2014
Príloha č. 6	Vertikálna analýza výkazu zisku a strát v rokoch 2010 - 2014
Príloha č. 7	Schéma pyramídového rozkladu ukazovateľa EVA
Príloha č. 8	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou v období 2010/2011
Príloha č. 9	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou v období 2011/2012
Príloha č. 10	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou v období 2012/2013
Príloha č. 11	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou v období 2013/2014
Príloha č. 12	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA integrálnou metódou v období 2010/2011
Príloha č. 13	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA integrálnou metódou v období 2011/2012
Príloha č. 14	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA integrálnou metódou v období 2012/2013
Príloha č. 15	Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA integrálnou metódou v období 2013/2014
Príloha č. 16	Analýza citlivosti ukazovateľa EVA za obdobie 2010 – 2014 - vplyv pyramídovej sústavy (funkcionálna metóda)
Príloha č. 17	Analýza citlivosti ukazovateľa EVA za obdobie 2010 – 2014 - vplyv pyramídovej sústavy (integrálna metóda)

**Príloha č.1** Rozvaha spoločnosti Slovnaft, a.s. v rokoch 2010 – 2014 (v tis. Eur)

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTÍVA CELKOM</b>	<b>2 038 157</b>	<b>2 195 194</b>	<b>2 350 393</b>	<b>2 287 769</b>	<b>2 184 582</b>
Dlhodobý nehmotný majetok	14 257	12 306	10 639	21 239	19 776
Dlhodobý hmotný majetok	1 071 766	1 020 721	1 061 962	1 297 077	1 428 562
Investície v dcérskych spoločnostiach	328 208	325 982	319 221	57 535	57 531
Investície v pridružených spoločnostiach	3 585	3 585	3 568	3 568	3 568
Finančné aktíva určené na predaj	23 675	14 402	120	120	120
Ostatné dlhodobé aktíva	12 075	45 506	6 020	55 692	9 535
<b>Dlhodobé aktíva spolu</b>	<b>1 453 566</b>	<b>1 422 502</b>	<b>1 401 530</b>	<b>1 435 231</b>	<b>1 519 092</b>
Zásoby	192 140	235 273	237 781	248 761	219 649
Pohľadávky z obchodného styku	234 393	340 714	371 881	371 593	229 775
Daň z príjmov – pohľadávka	65	0	0	5 387	0
Ostatné obežné aktíva	140 209	137 578	251 542	111 588	187 920
Peniaze a peňažné ekvivalenty	17 784	59 127	87 659	115 209	28 146
<b>Obežné aktíva spolu</b>	<b>584 591</b>	<b>772 692</b>	<b>948 863</b>	<b>852 538</b>	<b>665 490</b>
<b>PASÍVA CELKOM</b>	<b>2 038 157</b>	<b>2 195 194</b>	<b>2 350 393</b>	<b>2 287 769</b>	<b>2 184 582</b>
Základné imanie	684 758	684 758	684 758	684 758	684 758
Emisné ážio	121 119	121 119	121 119	121 119	121 119
Nerozdelený zisk	687 934	621 905	708 939	523 426	451 284
Ostatné komponenty vlastného imania	-	0	0	0	-1 154
<b>Vlastné imanie spolu</b>	<b>1 493 811</b>	<b>1 427 782</b>	<b>1 514 816</b>	<b>1 329 303</b>	<b>1 255 647</b>
Dlhodobé úvery bez krátkodobej časti dlhodobých úverov	40 962	30 912	126 804	237 333	277 816
Rezervy na záväzky a poplatky	44 171	48 854	47 588	47 045	49 277
Odložené daňové záväzky	33 273	32 490	60 769	31 932	21 937
Ostatné dlhodobé záväzky	18 061	16 776	15 666	15 160	14 408
<b>Dlhodobé záväzky spolu</b>	<b>136 467</b>	<b>129 032</b>	<b>250 827</b>	<b>331 470</b>	<b>363 438</b>
Záväzky z obchodného styku a ostatné krátkodobé záväzky	394 544	620 316	568 313	603 448	525 709
Rezervy na záväzky a poplatky	5 568	7 676	5 332	4 686	4 822
Krátkodobé úvery	-	0	248	0	0
Krátkodobá časť dlhodobých úverov	7 767	10 388	6 407	18 862	34 966
Daň z príjmov - záväzok	-	0	4 450	0	0
<b>Krátkodobé záväzky spolu</b>	<b>407 879</b>	<b>638 380</b>	<b>584 750</b>	<b>626 996</b>	<b>565 497</b>

**Príloha č.2** Výkaz zisku a strát spoločnosti Slovnaft, a.s. v rokoch 2010 – 2014 (v tis. Eur)

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za predaj výrobkov a služieb	3 505 087	4 745 354	4 735 894	4 676 972	3 926 895
Ostatné prevádzkové výnosy	11 975	3 007	12 451	5 113	4 264
<b>Prevádzkové výnosy spolu</b>	<b>3 517 062</b>	<b>4 748 361</b>	<b>4 748 345</b>	<b>4 682 085</b>	<b>3 931 159</b>
Spotreba materiálu a náklady na obstaranie predaného tovaru	3 147 883	4 414 929	4 317 318	4 261 342	3 495 055
Osobné náklady	77 374	75 286	79 600	87 723	88 142
Odpisy a zníženie hodnoty dlhodobého nehmotného a hmotného majetku	105 713	99 195	95 480	110 429	112 054
Služby	111 306	119 311	114 641	139 666	129 290
Ostatné prevádzkové náklady	48 857	60 269	46 249	51 606	90 400
Zmena stavu zásob hotových výrobkov a nedokončenej výroby	26 452	27 045	10 621	23 499	41 087
Aktivovaná vlastná výroba	410	350	350	345	-
<b>Prevádzkové náklady spolu</b>	<b>3 464 271</b>	<b>4 741 595</b>	<b>4 642 317</b>	<b>4 673 920</b>	<b>3 956 028</b>
<b>Prevádzkový výsledok hospodárenia</b>	<b>52 791</b>	<b>6 766</b>	<b>106 028</b>	<b>8 165</b>	<b>-24 869</b>
Prijaté dividendy	3 068	5 602	9 996	1 597	5 038
Výnosové úroky	1 090	1 789	4 338	1 646	1 317
Ostatné	2 738	503	24 243	7 897	163
<b>Finančné výnosy spolu</b>	<b>6 896</b>	<b>7 894</b>	<b>38 577</b>	<b>11 140</b>	<b>6 518</b>
Úrokové náklady	3 668	3 689	7 144	9 236	16 033
Čistá kurzová strata	6 252	3 923	14 447	2 654	44 993
Ostatné	6	4 976	4 026	1 008	1 853
<b>Finančné náklady spolu</b>	<b>9 926</b>	<b>12 588</b>	<b>25 617</b>	<b>12 898</b>	<b>62 879</b>
<b>Finančný výsledok hospodárenia</b>	<b>-3 030</b>	<b>-4 694</b>	<b>12 960</b>	<b>-1 758</b>	<b>-56 361</b>
Výsledok hospodárenia pred zdanením	49 761	2 072	118 988	6 407	-81 230
Daň z príjmov	9 839	629	32 594	1 766	9 426
<b>Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie</b>	<b>39 922</b>	<b>1443</b>	<b>86 394</b>	<b>8 173</b>	<b>-71 804</b>

**Príloha č.3** Horizontálna analýza rozvahy v rokoch 2010 – 2014 (v tis. Eur a v %)

	2010/2011		2011/2012		2012/2013		2013/2014	
	Absolútna zmena	Relatívna zmena	Absolútna zmena	Relatívna zmena	Absolútna zmena	Relatívna zmena	Absolútna zmena	Relatívna zmena
Dlhodobý nehmotný majetok	-1 951	-13,68%	-1 667	-13,55%	10 600	99,63%	-1 463	-6,89%
Dlhodobý hmotný majetok	-51 045	-4,76%	41 241	4,04%	235 115	22,14%	131 485	10,14%
<b>Dlhodobé aktíva spolu</b>	<b>-31 064</b>	<b>-2,14%</b>	<b>-20 972</b>	<b>-1,47%</b>	<b>33 701</b>	<b>2,40%</b>	<b>83 861</b>	<b>5,84%</b>
Zásoby	43 133	22,45%	2 508	1,07%	10 980	4,62%	-29 112	-11,70%
Pohľadávky z obchodného styku	106 321	45,36%	31 167	9,15%	-288	-0,08%	-141 818	-38,16%
Peniaze a peňažné ekvivalenty	41 343	232,47%	28 532	48,26%	27 550	31,43%	-87 063	-75,57%
<b>Obežné aktíva spolu</b>	<b>188 101</b>	<b>32,18%</b>	<b>176 171</b>	<b>22,80%</b>	<b>-96 325</b>	<b>-10,15%</b>	<b>-187 047</b>	<b>-21,94%</b>
<b>AKTÍVA SPOLU</b>	<b>157 037</b>	<b>7,70%</b>	<b>155 199</b>	<b>7,07%</b>	<b>-62 624</b>	<b>-2,66%</b>	<b>-103 187</b>	<b>-4,51%</b>
Základné imanie	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Nerozdelený zisk	-66 029	-9,60%	87 034	13,99%	-185 513	-26,17%	-72 142	-13,78%
<b>Vlastné imanie spolu</b>	<b>-66 029</b>	<b>-4,42%</b>	<b>87 034</b>	<b>6,10%</b>	<b>-185 513</b>	<b>-12,25%</b>	<b>-73 656</b>	<b>-5,54%</b>
Dlhodobé úvery bez krátkodobej časti dlhodobých úverov	-10 050	-24,53%	95 892	310,21%	110 529	87,17%	40 483	17,06%
<b>Dlhodobé záväzky spolu</b>	<b>-7 435</b>	<b>-5,45</b>	<b>121 795</b>	<b>94,39%</b>	<b>80 643</b>	<b>32,15%</b>	<b>31 968</b>	<b>9,64%</b>
Záväzky z obchodného styku a ostatné krátkodobé záväzky	225 772	57,22%	-52 003	-8,38%	35 135	6,18%	-77 739	-12,88%
Krátkodobá časť dlhodobých úverov	2 621	33,75%	-3 981	-38,32%	12 455	194,40%	16 104	85,38%
<b>Krátkodobé záväzky spolu</b>	<b>230 501</b>	<b>56,51%</b>	<b>-53 630</b>	<b>-8,40%</b>	<b>42 246</b>	<b>7,22%</b>	<b>-61 499</b>	<b>-9,81%</b>
<b>PASÍVA SPOLU</b>	<b>157 037</b>	<b>7,70%</b>	<b>155 199</b>	<b>7,07%</b>	<b>-62 624</b>	<b>-2,66%</b>	<b>-103 187</b>	<b>-4,51%</b>

**Príloha č.4** Horizontálna analýza výkazu zisku a strát v rokoch 2010 – 2014 (v tis. Eur a v %)

	2010/2011		2011/2012		2012/2013		2013/2014	
	Absolútna zmena	Relatívna zmena	Absolútna zmena	Relatívna zmena	Absolútna zmena	Relatívna zmena	Absolútna zmena	Relatívna zmena
Tržby za predaj výrobkov a služieb	1 240 267	35,38%	-9 460	-0,20%	-58 922	-1,24%	-750 077	-16,04%
Ostatné prevádzkové výnosy	-8 968	-74,89%	9 444	314,07%	-7 338	-58,94%	-849	-16,60%
<b>Prevádzkové výnosy spolu</b>	<b>1 231 299</b>	<b>35,01%</b>	<b>-16</b>	<b>-0,0003%</b>	<b>-66 260</b>	<b>-1,40%</b>	<b>-750 926</b>	<b>-16,04%</b>
Spotreba materiálu a náklady na obstaranie predaného tovaru	1 267 046	40,25%	-97 611	-2,21%	-55 976	-1,30%	-766 287	-17,98%
Osobné náklady	-2 088	-2,70%	4 314	5,73%	8 123	10,20%	419	0,48%
Služby	8 005	7,19%	-4 670	-3,91%	25 025	21,83%	-10 376	-7,43%
Ostatné prevádzkové náklady	11 412	23,36%	14 020	-23,26%	5 357	11,58%	38 794	75,17%
<b>Prevádzkové náklady spolu</b>	<b>1 277 324</b>	<b>36,87%</b>	<b>-99 278</b>	<b>-2,09%</b>	<b>31 603</b>	<b>0,68%</b>	<b>-717 892</b>	<b>-15,36%</b>
<b>Prevádzkový výsledok hospodárenia</b>	<b>-46 025</b>	<b>-87,18%</b>	<b>99 262</b>	<b>1467,1%</b>	<b>-97 863</b>	<b>-92,30%</b>	<b>-33 034</b>	<b>-404,58%</b>
Príjaté dividendy	2 534	82,59%	4 394	78,44%	-8 399	-84,02%	3 441	215,47%
Výnosové úroky	699	64,13%	2 549	142,48%	-2 692	-62,03%	-329	-19,99%
Ostatné	-2 235	-81,63%	23 740	4719,8%	-16 346	-67,43%	-7 734	-97,94%
<b>Finančné výnosy</b>	<b>998</b>	<b>14,47%</b>	<b>30 683</b>	<b>388,69%</b>	<b>-27 437</b>	<b>-71,12%</b>	<b>-4 622</b>	<b>-41,49%</b>
Úrokové náklady	21	0,57%	3 455	93,66%	2 092	29,28%	6 797	73,59%
Čistá kurzová strata	2 329	-37,25%	10 524	268,26%	-11 793	-81,63%	42 339	1595,3%
Ostatné	4 970	82833%	-950	-19,09%	-3 018	-74,96%	845	83,83%
<b>Finančné náklady</b>	<b>2 662</b>	<b>26,82%</b>	<b>13 029</b>	<b>103,50%</b>	<b>-12 719</b>	<b>-49,65</b>	<b>49 981</b>	<b>387,51%</b>
<b>Finančný výsledok hospodárenia</b>	<b>-1 664</b>	<b>54,92%</b>	<b>17 654</b>	<b>-376,10%</b>	<b>-14 718</b>	<b>-113,56%</b>	<b>-58 119</b>	<b>3105,9%</b>
<b>Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie</b>	<b>-38 479</b>	<b>-96,39%</b>	<b>84 951</b>	<b>5281,8%</b>	<b>-78 221</b>	<b>-90,54%</b>	<b>-79 977</b>	<b>-978,55%</b>

**Príloha č.5** Vertikálna analýza rozvahy v rokoch 2010 – 2014

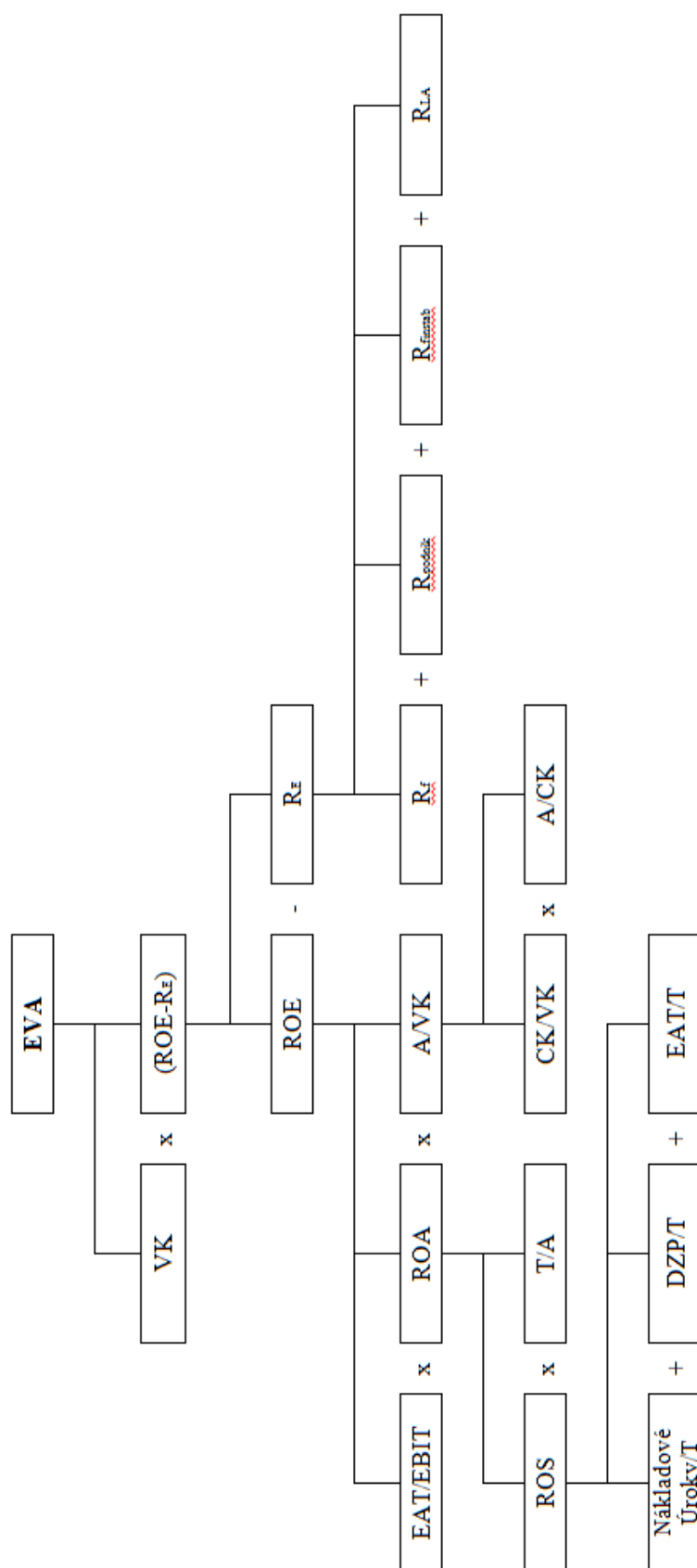
	2010	2011	2012	2013	2014
Dlhodobý nehmotný majetok	0,70%	0,56%	0,45%	0,93%	0,91%
Dlhodobý hmotný majetok	52,59%	46,50%	45,18%	56,70%	65,39%
Dlhodobý finančný majetok	18,03%	17,74%	13,99%	5,11%	3,24%
<b>Dlhodobé aktíva spolu</b>	<b>71,32%</b>	<b>64,80%</b>	<b>59,63%</b>	<b>62,73%</b>	<b>69,54%</b>
Zásoby	9,43%	10,72%	10,12%	10,87%	10,05%
Pohľadávky z obchodného styku	11,50%	15,52%	15,82%	16,24%	10,52%
Krátkodobý finančný majetok	0,87%	2,69%	3,73%	5,04%	1,29%
<b>Obežné aktíva spolu</b>	<b>28,68%</b>	<b>35,20%</b>	<b>40,37%</b>	<b>37,27%</b>	<b>30,46%</b>
<b>AKTÍVA SPOLU</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Základné imanie	33,60%	31,19%	29,13%	29,93%	31,35%
Nerozdelený zisk	33,75%	28,33%	30,16%	22,88%	20,66%
Ostatný VK	5,94%	5,52%	5,15%	5,29%	5,47%
<b>Vlastné imanie spolu</b>	<b>73,29%</b>	<b>65,04%</b>	<b>64,45%</b>	<b>58,10%</b>	<b>57,48%</b>
Dlhodobé úvery bez krátkodobej časti dlhodobých úverov	2,01%	1,41%	5,40%	10,37%	12,72%
<b>Dlhodobé záväzky spolu</b>	<b>6,70%</b>	<b>5,88%</b>	<b>10,67%</b>	<b>14,49%</b>	<b>16,64%</b>
Záväzky z obchodného styku a ostatné krátkodobé záväzky	19,36%	28,26%	24,18%	26,38%	24,06%
Ostatné krátkodobé záväzky	0,65%	0,82%	0,70%	1,03%	1,82%
<b>Krátkodobé záväzky spolu</b>	<b>20,01%</b>	<b>29,08%</b>	<b>24,88%</b>	<b>27,41%</b>	<b>25,89%</b>
<b>PASÍVA SPOLU</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

**Príloha č.6** Vertikálna analýza výkazu zisku a strát v rokoch 2010 - 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za predaj výrobkov a služieb	99,46%	99,77%	98,93%	99,65%	99,73%
Ostatné prevádzkové výnosy	0,34%	0,06%	0,26%	0,11%	0,11%
Prijaté dividendy	0,09%	0,12%	0,21%	0,03%	0,13%
Výnosové úroky	0,03%	0,04%	0,09%	0,04%	0,03%
Ostatné	0,08%	0,01%	0,51%	0,17%	0,00%
<b>VÝNOSY SPOLU</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Spotreba materiálu a náklady na obstaranie predaného tovaru	90,61%	92,86%	92,49%	90,92%	86,97%
Osobné náklady	2,23%	1,58%	1,71%	1,87%	2,19%
Odpisy a zníženie hodnoty DNM a DHM	3,04%	2,09%	2,05%	2,36%	2,79%
Služby	3,20%	2,51%	2,46%	2,98%	3,22%
Ostatné prevádzkové náklady	1,41%	1,27%	0,99%	1,10%	2,25%
Finančné náklady	0,29%	0,26%	0,55%	0,28%	1,56%
<b>NÁKLADY SPOLU</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>



**Príloha č.7** Schéma pyramidového rozkladu ukazovateľa EVA



**Príloha č.8** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou v období 2010/2011

EVA		
-147 464	-314 770	
-167 305	1,135	

VK		(ROE-RE)	
1 493 811	1 427 782	-9,87%	-22,05%
-66 029	-0,044	-12,17%	1,233
10 537			-177 843

ROE		RE	
2,67%	0,10%	12,54%	22,15%
-2,57%	-0,962	9,60%	0,766
-37 563		-140 280	

ROA		Rf	
136,44%	153,75%	3,87%	4,42%
17,31%	0,127	0,55%	0,141
2 455		-8 221	

A/VK		A/CK	
36,44%	53,75%	374,42%	286,05%
17,31%	0,475	-88,37%	-0,236
8 106		-5 652	

ROA		T/A	
2,44%	0,09%	171,97%	216,17%
-2,35%	-0,961	44,20%	0,257
-37 226		5 082	

ROS		DzP/T	
1,42%	0,04%	0,28%	0,01%
-1,38%	-0,969	-0,27%	-0,953
-42 355		-8 065	

EAT/EBIT		EAT/T	
80,26%	69,64%	1,14%	0,03%
-10,58	0,132	-1,11%	-0,973
-2 792		-33 468	

Rpodnik		Rfinstab		RLA	
3,27%	9,69%	5,06%	7,39%	0%	0%
6,42%	1,966	2,33%	-0,537	0%	0
-96 856		-35 203		0	

**Príloha č.9**    Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou v období 2011/2012

[illegible]

**Príloha č.10** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou v období 2012/2013

[illegible]

**Príloha č.11** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA funkcionálnou metódou v období 2013/2014

[illegible]

**Príloha č.12** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA integrálnou metódou v období 2010/2011

<b>EVA</b>		
-147 464	-314 770	
-167 305	1,597	
<b>VK</b>		
1 493 811	1 427 782	
-66 029	0,159	
6 219		
<b>(ROE-R<sub>E</sub>)</b>		
-9,87%	-22,05%	
-12,17%	2,089	
-173 525		
<b>ROE</b>		
2,67%	0,10%	
-2,57%	-3,140	
-36 651		
<b>R<sub>E</sub></b>		
12,54%	22,15%	
9,60%	0,975	
-136 873		
<b>ROA</b>		
2,44%	0,09%	
-2,35%	-2,523	
-36 459		
<b>EAT/EBIT</b>		
80,26%	69,64%	
-10,58	0,102	
-5 004		
<b>ROS</b>		
1,42%	0,04%	
-1,38%	-2,457	
-49 614		
<b>T/A</b>		
171,97%	216,17%	
44,20%	0,045	
13 155		
<b>CK/VK</b>		
36,44%	53,75%	
17,31%	1,030	
9 563		
<b>A/VK</b>		
136,44%	153,75%	
17,31%	0,275	
4 811		
<b>R<sub>f</sub></b>		
3,87%	4,42%	
0,55%	-0,465	
-8 021		
<b>A/CK</b>		
374,42%	286,05%	
-88,37%	-0,372	
-4 752		
<b>DzP/T</b>		
0,28%	0,01%	
-0,27%	-0,145	
-9 458		
<b>EAT/T</b>		
1,14%	0,03%	
-1,11%	-2,605	
-39 204		
<b>Uroky/T</b>		
0,10%	0,08%	
-0,03%	2,902	
-952		
<b>R<sub>podob</sub></b>		
3,27%	9,69%	
6,42%	2,062	
-94 504		
<b>R<sub>finanb</sub></b>		
5,06%	7,39%	
2,33%	0,539	
-34 348		
<b>R<sub>LA</sub></b>		
0%	0%	
0%	0	
0		

**Príloha č.13** Pyramidový rozklad ukazovateľa EVA integrálnou metódou v období 2011/2012

<b>EVA</b>					
-314 770	-60 738				
254 032	-0,748				
<b>VK</b>		<b>(ROE-R<sub>E</sub>)</b>			
1 427 782	1 514 816	-22,05%	-4,01%		
87 034	-0,167	18,04%	0,936		
-20 451			274 483		
<b>ROA</b>		<b>ROE</b>		<b>R<sub>E</sub></b>	
0,09%	5,06%	0,10%	5,70%	22,15%	9,71%
4,97%	-65,260	5,60	-83,025	-12,43%	0,552
85 172		85 256		189 228	
<b>ROA/VK</b>		<b>A/VK</b>		<b>R<sub>f</sub></b>	
153,75%	155,16%	153,75%	155,16%	4,42%	4,55%
1,41%	0,244	1,41%	0,244	0,14%	-0,408
15		-2 078			
<b>ROA/T/A</b>		<b>CK/VK</b>		<b>A/CK</b>	
216,17%	201,49%	53,75%	55,16%	286,05%	281,29%
-14,68%	0,036	1,41%	0,698	-4,76%	-0,487
-102		41		-26	
<b>ROS</b>		<b>DzP/T</b>		<b>EAT/T</b>	
0,04%	2,51%	0,01%	0,69%	0,03%	1,82%
2,47%	-79,889	0,67%	-3,068	1,79%	-97,587
85 274		22 644		60 178	
<b>Uroky/T</b>		<b>R<sub>Kapitál</sub></b>		<b>R<sub>finan</sub></b>	
0,08%	0,15%	9,69%	1,00%	7,39%	3,42%
0,07%	3,906	-8,69%	0,695	-3,97%	0,368
2 453		131 293		60 013	
<b>R<sub>L.A.</sub></b>		<b>+ R<sub>Kapitál</sub></b>		<b>+ R<sub>finan</sub></b>	
0%	0%	9,69%	1,00%	7,39%	3,42%
0%	0%	-8,69%	0,695	-3,97%	0,368
0		131 293		60 013	

**Príloha č.14** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA integrálnou metódou v období 2012/2013

[illegible]



**Príloha č.15** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA integrálnou metódou v období 2013/2014

<b>EVA</b>											
-261 761											
-121 166											
0,900											
		<b>VK</b>		<b>(ROE-R<sub>E</sub>)</b>							
		1 329 303	1 255 647	-19,69%	-30,50%						
		-73 536	-0,179	-10,80%	1,047						
		13 610			-134 776						
		<b>ROE</b>		<b>R<sub>E</sub></b>							
		0,61%	-5,72%	20,31%	24,78%						
		-6,33%	-13,648	4,47%	0,602						
			-79 000		-55 775						
		<b>A/VK</b>		<b>R<sub>f</sub></b>		<b>R<sub>spodok</sub></b>		<b>R<sub>finans</sub></b>		<b>R<sub>LA</sub></b>	
		172,10%	173,98%	3,19%	2,07%	1,88%	10,00%	5,78%	7,78%	0%	0%
		1,88%	0,218	-1,12%	-0,565	2,12%	0,854	2,00%	0,471	0%	0
			59		20 768		-39 329		-37 215		0
		<b>CK/VK</b>		<b>A/CK</b>							
		72,10%	73,98%	2,387	2,352						
		1,88%	0,521	-3,52%	-0,583						
			136		-77						
		<b>T/A</b>		<b>EAT/T</b>							
		204,43	179,75%	0,17%	-1,83%						
		-24,7%	0,038	-2,00%	-16,981						
			-576		-96 774						
		<b>DzP/T</b>		<b>EAT/T</b>							
		0,04%	0,24%	0,17%	-1,83%						
		0,20%	-1,077	-2,00%	-16,981						
			9 772		-96 774						
		<b>Uroky/T</b>		<b>EAT/T</b>							
		0,20%	0,41%	0,17%	-1,83%						
		0,21%	1,538	-2,00%	-16,981						
			10 184		-96 774						

**Príloha č.16** Analýza citlivosti ukazovateľa EVA za obdobie 2010 – 2014 - vplyv pyramidovej sústavy (funkcionálna metóda)

EVA pri zmenách faktoru EAT/EBIT o parameter  $\alpha$

EAT/EBIT	$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
2010/2011		-2 373	-2 513	-2 653	-2 792	-2 932	-3 071	-3 211
2011/2012		1 479	1 566	1 653	1 740	1 827	1 914	2 000
2012/2013		28 588	30 269	31 951	33 632	35 314	36 996	38 677
2013/2014		12 828	13 582	14 337	15 091	15 846	16 600	17 355
2010/2011	EVA abs.	-167 724	-167 585	-167 445	-167 305	-167 166	-167 026	-166 887
	EVA rel.	0,25%	0,17%	0,08%	0,00%	-0,08%	-0,17%	-0,25%
2011/2012	EVA abs.	254 293	254 206	254 119	254 032	253 945	253 858	253 771
	EVA rel.	0,10%	0,07%	0,03%	0,00%	-0,03%	-0,07%	-0,10%
2012/2013	EVA abs.	-195 979	-197 660	-199 342	-201 023	-202 705	-204 387	-206 068
	EVA rel.	-2,51%	-1,67%	-0,84%	0,00%	0,84%	1,67%	2,51%
2013/2014	EVA abs.	-118 902	-119 656	-120 411	-121 166	-121 920	-122 675	-123 429
	EVA rel.	-1,87%	-1,25%	-0,62%	0,00%	0,62%	1,25%	1,87%

EVA pri zmenách faktoru EBIT/T o parameter  $\alpha$

EBIT/T		$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
2010/2011			-36 001	-38 119	-40 237	-42 355	-44 472	-46 590	-48 708
2011/2012			70 834	75 001	79 167	83 3334	87 501	91 667	95 834
2012/2013			-95 895	-101 536	-107 177	-112 818	-118 459	-124 100	-129 741
2013/2014			-86 941	-92 055	-97 169	-102 283	-107 397	-112 511	-117 625
2010/2011	EVA abs.		-173 659	-171 541	-169 423	-167 305	-165 188	-163 070	-160 952
	EVA rel.		3,80%	2,53%	1,27%	0,00%	-1,27%	-2,53%	-3,80%
2011/2012	EVA abs.		266 532	262 365	258 199	254 032	249 865	245 698	241 532
	EVA rel.		4,92%	3,28%	1,64%	0,00%	-1,64%	-3,28%	-4,92%
2012/2013	EVA abs.		-217 946	-212 305	-206 664	-201 023	-195 382	-189 742	-184 101
	EVA rel.		8,42%	5,61%	2,81%	0,00%	-2,81%	-5,61%	-8,42%
2013/2014	EVA abs.		-136 508	-131 394	-126 280	-121 166	-116 051	-110 937	-105 823
	EVA rel.		12,66%	8,44%	4,22%	0,00%	-4,22%	-8,44%	-12,66%

EVA pri zmenách faktoru T/A o parameter  $\alpha$

T/A	$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
		4 360	4 616	4 872	5 129	5 385	5 642	5 898
2010/2011		-2 577	-2 729	-2 880	-3 032	-3 183	-3 335	-3 487
2011/2012		775	820	866	911	957	1 002	1 048
2012/2013		4 891	5 179	5 466	5 754	6 042	6 329	6 617
2013/2014								
2010/2011	EVA abs.	-166 536	-166 792	-167 049	-167 305	-167 562	-167 818	-168 075
	EVA rel.	-0,46%	-0,31%	-0,15%	0,00%	0,15%	0,31%	0,46%
2011/2012	EVA abs.	253 577	253 729	253 880	254 032	254 183	254 335	254 487
	EVA rel.	-0,18%	-0,12%	-0,06%	0,00%	0,06%	0,12%	0,18%
2012/2013	EVA abs.	-200 887	-200 932	-200 978	-201 023	-201 069	-201 115	-201 160
	EVA rel.	-0,07%	-0,05%	-0,02%	0,00%	0,02%	0,05%	0,07%
2013/2014	EVA abs.	-120 302	-120 590	-120 878	-121 166	-121 453	-121 741	-122 029
	EVA rel.	-0,71%	-0,47%	-0,24%	0,00%	0,24%	0,47%	0,71%

EVA pri zmenách faktoru A/VK o parameter  $\alpha$

A/VK	$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
		2 086	2 209	2 332	2 455	2 577	2 700	2 823
2010/2011		326	345	364	383	403	422	441
2011/2012		5 027	5 322	5 618	5 914	6 209	6 505	6 801
2012/2013		-356	-377	-398	-419	-440	-461	-482
2013/2014								
2010/2011	EVA abs.	-166 937	-167 060	-167 183	-167 305	-167 428	-167 551	-167 674
	EVA rel.	-0,22%	-0,15%	-0,07%	0,00%	0,07%	0,15%	0,22%
2011/2012	EVA abs.	254 089	254 070	254 051	254 032	254 013	253 993	253 974
	EVA rel.	0,02%	0,02%	0,01%	0,00%	-0,01%	-0,02%	-0,02%
2012/2013	EVA abs.	-200 136	-200 432	-200 728	-201 023	-201 319	-201 615	-201 910
	EVA rel.	-0,44%	-0,29%	-0,15%	0,00%	0,15%	0,29%	0,44%
2013/2014	EVA abs.	-121 228	-121 207	-121 186	-121 166	-121 145	-121 124	-121 103
	EVA rel.	0,05%	0,03%	0,02%	0,00%	-0,02%	-0,03%	-0,05%

EVA pri zmenách faktoru  $R_E$  o parameter  $\alpha$

$R_E$		$\alpha$						
		-15%	-10%	-5%	%	5%	10%	15%
2010/2011		-119 238	-126 252	-133 266	-140 280	-147 294	-154 308	-161 321
2011/2012		155 04	164 651	173 798	182 945	192 093	201 240	210 387
2012/2013		-128 050	-135 583	-143 115	-150 647	-158 180	-165 712	-173 244
2013/2014		-49 123	-52 013	-54 903	-57 792	-60 682	-63 571	-66 461
2010/2011	EVA abs.	-188 347	-181 333	-174 319	-167 305	-160 291	-153 277	-146 263
	EVA rel.	12,58%	8,38%	4,19%	0,00%	-4,19%	-8,38%	-12,58%
2011/2012	EVA abs.	281 474	272 326	263 179	254 032	244 885	235 737	226 590
	EVA rel.	10,80%	7,20%	3,60%	0,00%	-3,60%	-7,20%	-10,80%
2012/2013	EVA abs.	-223 620	-216 088	-208 556	-201 023	-193 491	-185 959	-178 426
	EVA rel.	11,24%	7,49%	3,75%	0,00%	-3,75%	-7,49%	-11,24%
2013/2014	EVA abs.	-129 834	-126 945	-124 055	-121 166	-118 276	-115 386	-112 497
	EVA rel.	7,15%	4,77%	2,38%	0,00%	-2,38%	-4,77%	-7,15%

EVA pri zmenách faktoru VK o parameter  $\alpha$

VK	$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
2010/2011		8 957	9 484	10 011	10 537	11 064	11 591	12 118
2011/2012		-9 638	-10 205	-10 772	-11 339	-11 906	-12 473	-13 039
2012/2013		18 687	19 786	20 885	21 984	23 084	24 183	25 282
2013/2014		15 711	16 635	17 559	18 483	19 407	20 332	21 256
2010/2011	EVA abs.	-165 725	-166 252	-166 779	-167 305	-167 832	-168 359	-168 886
	EVA rel.	-0,94%	-0,63%	-0,31%	0,00%	0,31%	0,63%	0,94%
2011/2012	EVA abs.	252 331	252 898	253 465	254 032	254 599	255 166	255 733
	EVA rel.	-0,67%	-0,45%	-0,22%	0,00%	0,22%	0,45%	0,67%
2012/2013	EVA abs.	-197 726	-198 825	-199 924	-201 023	-202 123	-203 222	-204 321
	EVA rel.	-1,64%	-1,09%	-0,55%	0,00%	0,55%	1,09%	1,64%
2013/2014	EVA abs.	-118 393	-119 317	-120 241	-121 166	-122 090	-123 014	-123 938
	EVA rel.	-2,29%	-1,53%	-0,76%	0,00%	0,76%	1,53%	2,29%

**Príloha č.17** Analýza citlivosti ukazovateľa EVA za obdobie 2010 – 2014 - vplyv pyramídovej sústavy ( integrálna metóda)

EVA pri zmenách faktoru EAT/EBIT o parameter  $\alpha$

EAT/EBIT		$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	
2010/2011			-4 253	-4 503	-4 753	-5 004	-5 254	-5 504	-5 754	
2011/2012			59	62	65	69	72	76	79	
2012/2013			551 238	583 664	616 090	648 515	680 941	713 367	745 793	
2013/2014			-1 415	-1 498	-1 581	-1 664	-1 748	-1 831	-1 914	
2010/2011	EVA abs.		-168 056	-167 806	-167 556	-167 305	-167 055	-166 805	-166 555	
	EVA rel.		0,45%	0,30%	0,15%	0,00%	-0,15%	-0,30%	-0,45%	
2011/2012	EVA abs.		254 042	254 039	254 035	254 032	254 028	254 025	254 021	
	EVA rel.		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
2012/2013	EVA abs.		-103 746	-136 172	-168 598	-201 023	-233 449	-265 875	-298 301	
	EVA rel.		-48,39%	-32,26%	-16,13%	0,00%	16,13%	32,26%	48,39%	
2013/2014	EVA abs.		-121 415	-121 332	-121 249	-121 166	-121 082	-120 999	-120 916	
	EVA rel.		0,21%	0,14%	0,07%	0,00%	-0,07%	-0,14%	-0,21%	



EVA pri zmenách faktoru EBIT/T o parameter  $\alpha$

EBIT/T	$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
2010/2011		-42 172	-44 653	-47 133	-49 614	-52 095	-54 576	-57 056
2011/2012		72 483	76 747	81 011	85 274	89 538	93 802	98 065
2012/2013		-698 782	-739 887	-780 992	-822 097	-863 201	-904 306	-945 411
2013/2014		-65 296	-69 137	-72 978	-76 819	-80 660	-84 501	-88 342
2010/2011	EVA abs.	-174 748	-172 267	-169 786	-167 305	-164 825	-162 344	-159 863
	EVA rel.	4,45%	2,97%	1,48%	0,00%	-1,48%	-2,97%	-4,45%
2011/2012	EVA abs.	266 823	262 559	258 296	254 032	249 768	245 504	241 241
	EVA rel.	5,04%	3,36%	1,68%	0,00%	-1,67%	-3,36%	-5,04%
2012/2013	EVA abs.	-324 338	-282 233	-242 128	-201 023	-159 919	-118 814	-77 709
	EVA rel.	61,34%	40,90%	20,45%	0,00%	-20,45%	-40,90%	-61,34%
2013/2014	EVA abs.	-132 688	-128 847	-125 006	-121 166	-117 325	-113 484	-109 643
	EVA rel.	9,51%	6,34%	3,17%	0,00%	-3,17%	-6,34%	9,51%

EVA pri zmenách faktoru T/A o parameter  $\alpha$

T/A	$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
2010/2011		11 182	11 840	12 498	13 155	13 813	14 471	15 129
2011/2012		-87	-92	-97	-102	-108	-113	-118
2012/2013		10 784	11 418	12 053	12 687	13 322	13 956	14 590
2013/2014		-490	-518	-547	-576	-605	-634	-662
2010/2011	EVA abs.	-165 332	-165 990	-166 648	-167 305	-167 963	-168 621	-169 279
	EVA rel.	-1,18%	-0,79%	-0,39%	0,00%	0,39%	0,79%	1,18%
2011/2012	EVA abs.	254 016	254 022	254 027	254 032	254 037	254 042	254 047
	EVA rel.	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
2012/2013	EVA abs.	-199 120	-199 755	-200 389	-201 023	-201 658	-202 292	-202 926
	EVA rel.	-0,95%	-0,63%	-0,32%	0,00%	0,32%	0,63%	0,95%
2013/2014	EVA abs.	-121 252	-121 223	-121 194	-121 166	-121 137	-121 108	-121 079
	EVA rel.	0,07%	0,05%	0,02%	0,00%	-0,02%	-0,05%	-0,07%

EVA pri zmenách faktoru A/VK o parameter  $\alpha$

A/VK	$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
2010/2011		4 089	4 330	4 571	4 811	5 052	5 292	5 533
2011/2012		13	13	14	15	16	16	17
2012/2013		89 525	84 203	88 881	93 558	98 236	102 914	107 592
2013/2014		50	53	56	59	62	65	68
2010/2011	EVA abs.	-166 584	-166 824	-167 065	-167 305	-167 546	-167 786	-168 027
	EVA rel.	0,43%	-0,29%	-0,14%	0,00%	0,14%	0,29%	0,43%
2011/2012	EVA abs.	254 034	254 033	254 033	254 032	254 031	254 030	254 030
	EVA rel.	0,00088%	0,00058%	0,00029%	0,00%	-0,00029%	0,00058%	-0,00088%
2012/2013	EVA abs.	-186 990	-191 668	-196 345	-201 023	-205 701	-210 379	-215 057
	EVA rel.	-6,98%	-4,65%	-2,33%	0,00%	2,33%	4,65%	6,98%
2013/2014	EVA abs.	-121 157	-121 160	-121 163	-121 166	-121 168	-121 171	-121 174
	EVA rel.	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%

EVA pri zmenách faktoru  $R_E$  o parameter  $\alpha$

<u>Re</u>	<u><math>\alpha</math></u>	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
2010/2011		-116 342	-123 186	-130 030	-136 873	-143 717	-150 561	-157 405
2011/2012		160 843	170 305	179 766	189 228	198 689	208 150	217 612
2012/2013		-119 158	-126 167	-133 176	-140 186	-147 195	-154 204	-161 214
2013/2014		-47 409	-50 198	-52 987	-55 775	-58 564	-61 353	-64 142
2010/2011	EVA abs.	-187 839	-180 993	-174 149	-167 305	-160 462	-153 618	-146 774
	EVA rel.	12,27%	8,18%	4,09%	0,00%	-4,09%	-8,18%	-12,27%
2011/2012	EVA abs.	282 416	272 955	263 493	254 032	244 570	235 109	225 648
	EVA rel.	11,17%	7,45%	3,72%	0,00%	-3,72%	-7,45%	-11,17%
2012/2013	EVA abs.	-222 051	-215 042	-208 033	-201 023	-194 014	-187 005	-179 996
	EVA rel.	10,46%	6,97%	3,49%	0,00%	-3,49%	-6,97%	-10,46%
2013/2014	EVA abs.	-129 532	-126 743	-123 954	-121 166	-118 377	-115 588	-112 799
	EVA rel.	6,90%	4,60%	2,30%	0,00%	-2,30%	-4,60%	-6,90%

EVA pri zmenách faktoru VK o parameter  $\alpha$

VK	$\alpha$	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
2010/2011		5 286	5 597	5 908	6 219	6 530	6 841	7 152
2011/2012		-17 384	-18 406	-19 429	-20 451	-21 474	-22 497	-23 519
2012/2013		5 523	5 848	6 173	6 498	6 823	7 148	7 473
2013/2014		11 569	12 249	12 930	13 610	14 291	14 971	15 652
2010/2011	EVA abs.	-166 382	-166 683	-166 994	-167 305	-167 616	-167 927	-168 238
	EVA rel.	-0,56%	-0,37%	-0,19%	0,00%	0,19%	0,37%	0,56%
2011/2012	EVA abs.	250 964	251 987	253 009	254 032	255 054	256 077	257 100
	EVA rel.	-1,21%	-0,81%	-0,40%	0,00%	0,40%	0,81%	1,21%
2012/2013	EVA abs.	-200 049	-200 374	-200 698	-201 023	-201 348	-201 673	-201 998
	EVA rel.	-0,48%	-0,32%	-0,16%	0,00%	0,16%	0,32%	0,48%
2013/2014	EVA abs.	-119 124	-119 804	-120 485	-121 166	-121 846	-122 527	-123 207
	EVA rel.	-1,68%	-1,12%	-0,56%	0,00%	0,56%	1,12%	1,68%